

UNIVERSIDAD COMPLUTENSE DE MADRID
FACULTAD DE DERECHO
DEPARTAMENTO DE DERECHO MERCANTIL



TESIS DOCTORAL

**Caracterización jurídica del contrato de permuta financiera sobre
acciones cotizadas o índices bursátiles
("Equity swap")**

MEMORIA PARA OPTAR AL GRADO DE DOCTOR

PRESENTADA POR

Manuel María Mingot Aznar

DIRECTOR

Alberto Javier Tapia Hermida

Madrid, 2017

UNIVERSIDAD COMPLUTENSE DE MADRID

FACULTAD DE DERECHO

DEPARTAMENTO DE DERECHO MERCANTIL



UNIVERSIDAD COMPLUTENSE
MADRID

TESIS DOCTORAL

**CARACTERIZACIÓN JURÍDICA DEL CONTRATO DE PERMUTA
FINANCIERA SOBRE ACCIONES COTIZADAS O ÍNDICES BURSÁTILES
("EQUITY SWAP")**

MEMORIA PARA OPTAR AL GRADO DE DOCTOR

Presentada por: Manuel Mingot Aznar

Director: Prof. Dr. D. Alberto J. Tapia Hermida

Catedrático Acreditado de Derecho Mercantil de la UCM

Madrid 2015

TESIS DOCTORAL

**CARACTERIZACIÓN JURÍDICA DEL CONTRATO DE PERMUTA
FINANCIERA SOBRE ACCIONES COTIZADAS O ÍNDICES BURSÁTILES
("EQUITY SWAP")**

POR

MANUEL MINGOT AZNAR



**UNIVERSIDAD COMPLUTENSE
MADRID**

UNIVERSIDAD COMPLUTENSE DE MADRID

FACULTAD DE DERECHO

DEPARTAMENTO DE DERECHO MERCANTIL

DIRECTOR: PROF. DR. D. ALBERTO J. TAPIA HERMIDA

Catedrático Acreditado de Derecho Mercantil de la UCM

Madrid, 2015

ÍNDICE

ABREVIATURAS	14
CAPÍTULO INTRODUCTORIO	18
INTRODUCTORY CHAPTER	32
CAPÍTULO I - LOS DERIVADOS DE RENTA VARIABLE	44
I. ORIGEN, DESARROLLO Y CONTEXTO ACTUAL DE LOS DERIVADOS FINANCIEROS	44
A) NACIMIENTO Y DESARROLLO DE LOS DERIVADOS FINANCIEROS	45
B) MOVIMIENTOS DE REFORMA: LA RESPUESTA NORMATIVA	47
II. LOS DERIVADOS FINANCIEROS: CONCEPTO Y NATURALEZA JURÍDICA	53
A) CONCEPTO	53
B) NATURALEZA JURÍDICA	55
C) FINALIDAD	59
III. LOS DERIVADOS FINANCIEROS COMO INSTRUMENTOS FINANCIEROS	60
A) APROXIMACIÓN AL CONCEPTO	60
B) LA CARACTERIZACIÓN COMO INSTRUMENTOS FINANCIEROS	61
C) DIFERENCIAS CON LOS VALORES NEGOCIABLES	64
1. <i>Contenido</i>	65
2. <i>Transmisibilidad</i>	65
3. <i>Tipo de contratación: normalizada o extrabursátil</i>	66
4. <i>Complejidad</i>	67
5. <i>Existencia o ausencia de causa de financiación</i>	68
IV. TIPOLOGÍA de INSTRUMENTOS FINANCIEROS derivados	68
A) POR EL ACTIVO SUBYACENTE: FINANCIERO Y NO FINANCIERO ..	69
B) POR LA CATEGORÍA CONTRACTUAL: CONTRATOS A PLAZO, OPCIONES Y PERMUTAS FINANCIERAS	70
1. <i>Contratos a plazo</i>	71
2. <i>Opciones</i>	73
3. <i>Permutas financieras</i>	76

C) POR LA FORMA DE LIQUIDACIÓN: POR DIFERENCIAS O EN ESPECIE.....	76
D) POR LA FORMA DE CONTRATACIÓN: NEGOCIADOS O EXTRABURSÁTILES	79
V. LA CONFIGURACIÓN JURÍDICA DE LOS CONTRATOS DE DERIVADOS: LOS CONCEPTOS DE “COMPRAVENTA DE PROTECCIÓN” Y “DEUDA DE VALOR”	82
A) LA COMPRA DE PROTECCIÓN.....	83
B) EL CONCEPTO DE DEUDA DE VALOR	85
VI. LOS DERIVADOS FINANCIEROS DE RENTA VARIABLE	87
A) ASPECTOS GENERALES	87
B) LOS INSTRUMENTOS FINANCIEROS DERIVADOS DE RENTA VARIABLE: CONCEPTUALIZACIÓN JURÍDICA	90
C) CLASES DE SUBYACENTES DE RENTA VARIABLE: ACCIONES, ÍNDICES BURSÁTILES Y CESTAS.....	93
1. <i>Las acciones</i>	93
2. <i>Los índices bursátiles</i>	96
3. <i>Cestas de acciones o índices bursátiles</i>	100
CAPÍTULO II - EL CONTRATO DE SWAP SOBRE ACCIONES O ÍNDICES BURSÁTILES (“EQUITY SWAP”): CONCEPTO Y CARACTERES	101
I. EL CONTRATO DE PERMUTA FINANCIERA: CARACTERIZACIÓN JURISPRUDENCIAL	102
A) LA DISTRIBUCIÓN MASIVA DE SWAPS DE TIPOS DE INTERÉS	102
B) LAS PERMUTAS FINANCIERAS: CONCEPTO Y CARACTERIZACIÓN GENERAL.....	105
1. <i>Terminología</i>	105
2. <i>Concepto del swap en la doctrina jurisprudencial</i>	106
3. <i>La permuta financiera como instrumento financiero</i>	110
4. <i>Régimen jurídico</i>	112
C) CARACTERES GENERALES DEL CONTRATO DE SWAP	114
II. EL CONTRATO DE permuta financiera SOBRE acciones O ÍNDICES BURSÁTILES (“equity swap”): concepto Y MODALIDADES.....	119
A) CONCEPTO	119
1. <i>Las dos “patas” del swap sobre acciones o índices</i>	121
2. <i>El diferencial de precio/nivel</i>	123
3. <i>Riesgo del “equity swap” y cobertura de la posición del intermediario...</i>	125
B) MODALIDADES	126

1. <i>Swap sobre acciones</i>	127
2. <i>Swap sobre índices bursátiles</i>	129
C) OBLIGACIONES DE PAGO.....	129
D) LA CLÁUSULA DE RETORNO ABSOLUTO EN EL SWAP SOBRE ACCIONES (“TOTAL RETURN SWAP”)	132
E) ATIPICIDAD.....	134
III. PARTES INTERVINIENTES.....	138
A) CARÁCTER PROFESIONAL Y CUALIFICADO	138
B) LA DELIMITACIÓN DE LA POSICIÓN DE COMPRADOR Y VENDEDOR DEL INSTRUMENTO FINANCIERO DE SWAP	139
IV. ESTRUCTURA DEL CONTRATO	142
A) COBERTURA DEL RIESGO BURSÁTIL	142
1. <i>Cobertura de las tendencias al alza</i>	143
2. <i>Cobertura de las tendencias a la baja</i>	144
B) ELEMENTOS DE ESTRUCTURA	144
1. <i>Importe nominal</i>	144
2. <i>Precio inicial</i>	145
3. <i>Precio final</i>	145
4. <i>Importe de liquidación</i>	146
5. <i>Tipo de interés</i>	146
6. <i>Fechas de liquidación</i>	147
V. DIFERENCIAS CON OTROS DERIVADOS REFERENCIADOS A ACTIVOS DE RENTA VARIABLE	147
A) PLURALIDAD DE ACTIVOS SUBYACENTES.....	147
B) PERIODICIDAD DE PAGOS.....	149
C) FORMA DE LIQUIDACIÓN	149
VI. CONVENCIONES ESENCIALES DEL CONTRATO	150
A) NOCIÓN.....	150
B) CONVENCIONES HABITUALES	151
1. <i>Términos relativos al activo subyacente</i>	151
2. <i>Pagador de Revalorización Bursátil</i>	152
3. <i>Pagador de Tipo Variable</i>	152
4. <i>Términos relativos a la liquidación</i>	153
VII. EL CARÁCTER EXTRABURSÁTIL (OTC) DEL SWAP SOBRE .. ACCIONES O ÍNDICES BURSÁTILES COMO ELEMENTO CONDICIONANTE DE SU	

REGULACIÓN EN EL DERECHO COMPARADO: PLANTEAMIENTO DE LA CUESTIÓN.....	153
A) NORMAS DE TRANSPARENCIA BURSÁTIL	155
B) REGULACIÓN DEL CONTROL CONCERTADO	156
C) ESTABLECIMIENTO DE REGLAS ANTI-ABUSO FISCALES.....	156
VIII LEY APLICABLE AL CONTRATO.....	157
CAPÍTULO III - CLASES DE “EQUITY SWAPS”. SWAPS SOBRE ÍNDICES BURSÁTILES O ACCIONES.....	161
I. LAS PERMUTAS FINANCIERAS “EQUITY SWAP”: CRONOLOGÍA DE DISPOSICIONES LEGALES RELACIONADAS CON EL CONTRATO.....	161
II. EL CONTRATO DE PERMUTA FINANCIERA SOBRE ÍNDICES BURSÁTILES	166
A) CONCEPTO	166
1. <i>La inversión referenciada a índices bursátiles</i>	166
2. <i>Las permutas financieras sobre índices bursátiles</i>	167
B) PARTES INTERVINIENTES	171
C) MARCO NORMATIVO DEL SWAP DE ÍNDICES BURSÁTILES	172
D) REQUISITOS DE APTITUD PARA LA REPRODUCCIÓN DE ÍNDICES.....	174
E) POSICIÓN DE COBERTURA DEL INTERMEDIARIO FINANCIERO...	177
F) OPERATIVA DEL CONTRATO	177
III. EL CONTRATO DE PERMUTA FINANCIERA SOBRE ACCIONES	179
A) CONCEPTO	179
B) FINALIDAD.....	182
C) PARTES INTERVINIENTES	185
D) OBLIGACIONES ESENCIALES	187
1. <i>Cobertura de las tendencias alcistas</i>	188
2. <i>Cobertura de las tendencias bajistas</i>	188
E) MARCO NORMATIVO DEL SWAP DE ACCIONES	189
F) POSICIÓN DE COBERTURA DEL INTERMEDIARIO FINANCIERO...	191
G) SISTEMA DE LIQUIDACIÓN.....	192
H) LA DISOCIACIÓN DE LOS DERECHOS DE ACCIONISTA.....	194
I) TRANSPARENCIA BURSÁTIL.....	196
IV. FUNCIÓN ECONÓMICA Y APLICACIONES CORPORATIVAS.....	200
A) COBERTURA DEL RIESGO DE MERCADO.....	201
B) OCULTACIÓN DE LA PARTICIPACIÓN: PREPARACIÓN DE OPA	202

C) COBERTURA DEL “VALOR RAZONABLE”	204
D) OBTENCIÓN DE LA PARTE VARIABLE DE RENTABILIDAD EN LA INVERSIÓN COLECTIVA	205
E) “APARCAMIENTO” DE PARTICIPACIONES SIGNIFICATIVAS	206
F) COBERTURA DE PLANES DE OPCIONES Y SISTEMAS RETRIBUTIVOS.....	207
G) REDUCCIÓN DE COSTES FINANCIEROS	207
H) GESTIÓN TEMPORAL DE AUTORIZACIONES DE ADQUISICIÓN ...	208
I) ORGANIZACIÓN DE LA FINANCIACIÓN DE ADQUISICIÓN.....	209
CAPÍTULO IV - NATURALEZA JURÍDICA Y CARACTERES	210
I. EL OBJETO DEL CONTRATO	210
A) REQUISITO DE LICITUD	212
B) REQUISITO DE POSIBILIDAD	214
C) REQUISITO DE DETERMINACIÓN.....	215
II. CAUSA DEL CONTRATO	217
A) ATIPICIDAD DE LA CAUSA	218
B) LA CAUSA DEL SWAP EN LA DOCTRINA JURISPRUDENCIAL	219
III. NATURALEZA JURÍDICA DEL SWAP SOBRE ACCIONES O ÍNDICES BURSÁTILES	221
IV. LA DISCUSIÓN SOBRE EL CARÁCTER CONMUTATIVO O ALEATORIO	224
V. LA PRETENDIDA FALTA DE RECIPROCIDAD DE LAS PERMUTAS FINANCIERAS Y SU APLICACIÓN A LOS SWAP DE ACCIONES O ÍNDICES	227
A) EL DEBATE SOBRE LA FALTA DE RECIPROCIDAD DEL SWAP DE TIPOS DE INTERÉS.....	228
B) LA RECIPROCIDAD DE LAS PERMUTAS FINANCIERAS REFERENCIADAS A ACCIONES O ÍNDICES BURSÁTILES	232
VI. CONTRATOS AFINES	235
A) PERMUTA FINANCIERA Y PERMUTA SIMPLE.....	236
B) PERMUTA FINANCIERA Y COMPRAVENTA.....	238
C) PERMUTA FINANCIERA Y CONTRATO DE SEGURO	240
D) PERMUTA FINANCIERA Y CONTRATOS DE FINANCIACIÓN	243
E) PERMUTA FINANCIERA Y APUESTA	246
VII. LAS PERMUTAS FINANCIERAS SOBRE ACCIONES O ÍNDICES BURSÁTILES COMO OBJETO DE LA PRESTACIÓN DE SERVICIOS DE INVERSIÓN.....	247

CAPÍTULO V - ELEMENTOS PERSONALES: LAS PARTES DEL CONTRATO	253
I. LA DOBLE CARACTERIZACIÓN DE LAS PARTES	253
A) LA MODIFICACIÓN DEL ESTATUTO JURÍDICO DE LOS SERVICIOS DE INVERSIÓN.....	254
B) LA DOBLE CARACTERIZACIÓN DE LAS PARTES EN EL “EQUITY SWAP”	256
C) PARTES INTERVINIENTES	257
1. <i>Contrapartes del swap sobre índices bursátiles</i>	258
2. <i>Contrapartes del swap sobre acciones</i>	258
3. <i>Los Criterios de la CNMV sobre la posiciones vendedora y compradora en los “equity swaps”</i>	259
II. EL INTERMEDIARIO FINANCIERO.....	261
A) LA ACTUACIÓN DE CONTRAPARTIDA EN EL “EQUITY SWAP”	262
B) LA POSICIÓN JURÍDICA DEL INTERMEDIARIO FINANCIERO.....	265
1. <i>Entidad de contrapartida en el swap sobre índices bursátiles</i>	265
2. <i>Persona interpuesta en el swap sobre acciones</i>	266
3. <i>La transparencia de las situaciones de persona interpuesta</i>	270
III. EL CLIENTE.....	271
A) LA CARACTERIZACIÓN DEL CLIENTE	272
B) POSICIÓN JURÍDICA ASUMIDA EN EL “EQUITY SWAP”	275
IV. OTRAS PARTES DEL CONTRATO.....	276
A) EL GARANTE	277
B) AGENTE DE CÁLCULO	278
CAPÍTULO VI - ELEMENTOS FORMALES Y REALES DEL CONTRATO .	281
I. ELEMENTOS REALES DEL CONTRATO: EFECTIVO O ACCIONES	281
A) EFECTIVO	282
B) LAS ACCIONES	283
1. <i>Acciones cotizadas</i>	283
2. <i>La identificación de las acciones en la confirmación</i>	285
3. <i>La disociación de derechos de accionista</i>	286
II. ELEMENTOS FORMALES DEL CONTRATO	288
A) PERFECCIÓN DEL CONTRATO	288
B) LA OPERATIVA DE CONTRATACIÓN DEL SWAP.....	290
III. FASES FORMALES DE LA CONTRATACIÓN DEL SWAP.....	292

A) ACTUACIONES PREVIAS.....	292
B) EJECUCIÓN DE LA OPERACIÓN	295
C) CONCILIACIÓN INTERNA DE LA ORDEN.....	296
D) CONFIRMACIÓN Y REGISTRO DE LA OPERACIÓN.....	297
1. <i>El deber de confirmación oportuna</i>	298
2. <i>La gestión del proceso de confirmación</i>	299
E) COMUNICACIÓN DE LA OPERACIÓN A LA CNMV	301
F) NOTIFICACIÓN A UN REGISTRO DE OPERACIONES	302
CAPÍTULO VII - CONTENIDO OBLIGACIONAL: DERECHOS Y	
OBLIGACIONES ASUMIDOS POR LAS PARTES	304
I. LA OBLIGACIÓN FUNDAMENTAL: EL PAGO.....	305
A) NATURALEZA DE LAS OBLIGACIONES DE PAGO	305
B) LAS CIRCUNSTANCIAS DEL PAGO.....	307
C) LA COMPENSACIÓN CONTRACTUAL COMO SUBROGADO DEL PAGO.....	309
II. LA CONFIGURACIÓN DE LA OBLIGACIÓN DE PAGO DEL INTERMEDIARIO FINANCIERO COMO OBLIGACIÓN ALTERNATIVA	311
III. OBLIGACIONES DEL PAGADOR DE REVALORIZACIÓN BURSÁTIL .	314
A) PAGO DE LA REVALORIZACIÓN BURSÁTIL	315
1. <i>La liquidación diferencial de revalorización bursátil</i>	316
2. <i>La liquidación mediante compraventa de los valores subyacentes</i>	319
B) PAGO DE CANTIDADES EQUIVALENTES A DIVIDENDOS DISTRIBUIDOS.....	322
1. <i>Licitud del pacto de redistribución</i>	324
2. <i>Los casos de acciones propias</i>	325
3. <i>Términos de pago</i>	326
C) CESIÓN DEL DERECHO DE VOTO DE LAS ACCIONES SUBYACENTES	326
1. <i>Planteamiento</i>	326
2. <i>El debate sobre la cesión onerosa del derecho de voto en los swaps sobre acciones</i>	329
3. <i>La STS de 12 de noviembre de 2014: Licitud de la cesión onerosa del derecho de voto bajo contraprestación en el marco de la delegación del voto</i>	332
IV. OBLIGACIONES DEL PAGADOR DE TIPO VARIABLE	335

A) PAGOS DE EFECTIVO CALCULADOS SOBRE UN TIPO DE INTERÉS	335
1. <i>Naturaleza financiera de las liquidaciones calculadas sobre un tipo de interés</i>	336
2. <i>Naturaleza jurídica de los pagos calculados por referencia a un tipo de interés</i>	337
3. <i>Liquidación del efectivo calculado por referencia a un tipo de interés</i>	340
B) PAGO DE LAS PÉRDIDAS DE LA OPERACIÓN.....	341
C) PAGO DE COMISIONES	343
D) APORTACIÓN DE GARANTÍAS FINANCIERAS FIJAS Y VARIABLES	344
E) OBLIGACIONES DE NOTIFICACIÓN A SUPERVISORES	346
1. <i>El régimen de transparencia bursátil de la Directiva 2004/109/CE</i>	348
2. <i>La comunicación de participaciones significativas en el Derecho español: la Ley 6/2007 y su normativa de desarrollo</i>	348
3. <i>El modelo de notificación de la Circular 2/2007 de la CNMV</i>	350
4. <i>Nueva reforma del régimen de transparencia: la Directiva 2013/50/UE y el Reglamento Delegado 2015/761</i>	351
5. <i>La falta de transparencia de las participaciones no significativas: Valoración de algunas propuestas de reforma</i>	355
V. LOS MODELOS DE TRANSPARENCIA BURSÁTIL DE LOS DERIVADOS SOBRE ACCIONES EN EL DERECHO COMPARADO.....	360
A) DERECHO NORTEAMERICANO	363
B) DERECHO INGLÉS	366
C) DERECHO ALEMÁN	368
D) DERECHO FRANCÉS.....	369
E) DERECHO ITALIANO	370
F) DERECHO HOLANDÉS	371
CAPÍTULO VIII - CESIÓN, NOVACIÓN Y TERMINACIÓN DEL CONTRATO DE PERMUTA FINANCIERA SOBRE ACCIONES O ÍNDICES	373
I. LA CESIÓN TOTAL O PARCIAL DEL CONTRATO DE PERMUTA FINANCIERA SOBRE ACCIONES O ÍNDICES	374
II. LA NOVACIÓN MODIFICATIVA DEL SWAP SOBRE ACCIONES O ÍNDICES	377
III. LA TERMINACIÓN NORMAL: EL PAGO.....	380
A) CONSIDERACIONES GENERALES	380
B) EL CÁLCULO LIQUIDATORIO	381

C) LA OPERATIVA DE VENTA DE ACCIONES PARA LA DETERMINACIÓN DEL PRECIO FINAL: CRITERIOS DE DILIGENCIA DEBIDA	383
1. <i>Operativa de venta de acciones</i>	384
2. <i>Prácticas de mercado prohibidas</i>	385
IV. TERMINACIÓN ANORMAL: EL VENCIMIENTO ANTICIPADO.....	387
A) CAUSAS DE VENCIMIENTO ANTICIPADO IMPUTABLES U OBJETIVAS	387
B) CONTEXTUALIZACIÓN DEL VENCIMIENTO ANTICIPADO	390
C) LA FALTA DE PAGO	392
D) EL INCUMPLIMIENTO DE LA OBLIGACIÓN DE APORTACIÓN DE GARANTÍAS FINANCIERAS	395
E) LA DISMINUCIÓN DE LA SOLVENCIA FINANCIERA.....	397
V. EFECTOS DEL INCUMPLIMIENTO: ESPECIALIDADES DEL RÉGIMEN DE RESOLUCIÓN ANTICIPADA DE LAS PERMUTAS FINANCIERAS .	399
A) CONSIDERACIONES GENERALES	399
B) EL TRATAMIENTO PRIVILEGIADO DE LAS PERMUTAS FINANCIERAS EN LAS SITUACIONES DE CANCELACIÓN ANTICIPADA: EL RDLACC COMO LEGISLACIÓN ESPECIAL.....	401
C) EL PROCEDIMIENTO DE RESOLUCIÓN ANTICIPADA.....	402
D) LA INMUNIDAD DE LA ACCIÓN RESOLUTORIA EN CASO DE CONCURSO.....	404
E) LA COMPENSACIÓN CONVENCIONAL EN CASO DE VENCIMIENTO ANTICIPADO (“CLOSE-OUT NETTING”)	406
F) EJECUCIÓN DE GARANTÍAS: APROPIACIÓN DEL COLATERAL.....	410
VI. LA CANTIDAD A PAGAR EN CASO DE VENCIMIENTO ANTICIPADO DEL CONTRATO DE PERMUTA FINANCIERA SOBRE ACCIONES O ÍNDICES	411
CAPÍTULO IX - GARANTÍAS FINANCIERAS Y PERSONALES DEL CONTRATO	413
I. LAS EXIGENCIAS REGULATORIAS DE APORTACIÓN DE GARANTÍAS	413
II. LAS GARANTÍAS FINANCIERAS DE COLATERAL.....	419
III. LA CESIÓN DE EFECTIVO EN GARANTÍA.....	421
IV. LAS GARANTÍAS COMPLEMENTARIAS DE EFECTIVO POR AJUSTE A VALOR DE MERCADO	431
V. LA EJECUCIÓN DE LAS GARANTÍAS DE TRANSMISIÓN DE EFECTIVO.....	435

VI. GARANTÍAS PERSONALES DE LA OPERACIÓN	437
CAPÍTULO X - TRATAMIENTO CONCURSAL DEL CONTRATO DE PERMUTA FINANCIERA SOBRE ACCIONES O ÍNDICES BURSÁTILES...	438
I. LA PROBLEMÁTICA DE LA CALIFICACIÓN CONCURSAL DEL SWAP	439
A) PLANTEAMIENTO.....	439
B) EL ART. 16.2 RDLACC COMO LEGISLACIÓN ESPECIAL	440
II. LAS SITUACIONES DE VENCIMIENTO ANTICIPADO DEL SWAP Y SU CALIFICACIÓN CONCURSAL.....	441
A) VENCIMIENTO ANTICIPADO POR INCUMPLIMIENTO ANTERIOR AL CONCURSO.....	442
B) VENCIMIENTO ANTICIPADO CON OCASIÓN O CON MOTIVO DEL CONCURSO.....	443
C) VENCIMIENTO ANTICIPADO Y DEVENGO DE LIQUIDACIONES POSTERIOR AL CONCURSO.....	444
III. LA CONTROVERSA JUDICIAL RESPECTO A LA CALIFICACIÓN CONCURSAL DEL SWAP: LOS DISTINTOS PLANTEAMIENTOS JUDICIALES	447
A) LA REDACCIÓN INICIAL DEL ART. 16.2 RDLACC	447
B) LA DISPARIDAD DE CALIFICACIONES CONCURSALES EN TORNO A LAS LIQUIDACIONES DE SWAP DEVENGADAS TRAS EL CONCURSO.....	448
1. <i>La tesis de la vinculación</i>	449
2. <i>La interpretación correctora de la consideración contra la masa</i>	452
3. <i>La interpretación sistemática</i>	455
C) SITUACIÓN ACTUAL TRAS LAS REFORMAS AL ART. 16.2 RDLACC EN LA LEY 16/2009 Y LA LEY 7/2011	456
D) EL PROBLEMA DE FONDO: EL PAGO CONTRA LA MASA DE LOS CRÉDITOS POR LIQUIDACIONES DEVENGADAS TRAS EL CONCURSO.....	457
IV. CRITERIOS INTERPRETATIVOS DEL TRIBUNAL SUPREMO PARA LA CALIFICACIÓN CONCURSAL DE LAS OPERACIONES DE PERMUTA FINANCIERA	458
A) APLICABILIDAD DEL RÉGIMEN ESPECIAL DEL ART. 16.2 RDLACC: STS DE 10 DE JULIO DE 2014 Y 2 DE SEPTIEMBRE DE 2014	459
B) LA PRETENDIDA FALTA DE RECIPROCIDAD FUNCIONAL EN EL SWAP: STS DE 8 Y 9 DE ENERO DE 2013	461
C) LA VIGENCIA DEL SWAP TRAS EL CONCURSO: POSIBLE CAMBIO DE CRITERIO DEL TRIBUNAL SUPREMO	463

V. ESPECIALIDADES RELEVANTES DEL SWAP SOBRE ACCIONES O ÍNDICES BURSÁTILES DE SU CALIFICACIÓN CONCURSAL	464
A) LA PERMUTA FINANCIERA DE ÍNDICES BURSÁTILES	465
B) LA PERMUTA FINANCIERA SOBRE ACCIONES	466
VI. CALIFICACIÓN CONCURSAL DE LOS CRÉDITOS PROCEDENTES DE UN CONTRATO DE PERMUTA FINANCIERA SOBRE ACCIONES	468
A) CRÉDITO PROCEDENTE DE UNA LIQUIDACIÓN DE EFECTIVO SOBRE EL TIPO DE INTERÉS DEL SWAP, POSTERIOR AL CONCURSO.....	469
B) CRÉDITO RESULTANTE DEL VENCIMIENTO ANTICIPADO	472
CAPÍTULO XI - CONCLUSIONES	473
BIBLIOGRAFÍA	488

ABREVIATURAS

AEB	Asociación Española de Banca
BOICAC	Boletín Oficial del Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas
CC	Código Civil
CCom	Código de Comercio
CECA	Confederación Española de Cajas de Ahorro
CFD	Contrato por Diferencias
CMOF	Contrato Marco de Operaciones Financieras de la Asociación Española de Banca
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores
ECC	Entidad de Contrapartida Central
EMIR o Regl. EMIR	Reglamento UE número 648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo relativo a los derivados extrabursátiles, las entidades de contraparte central y los registros de operaciones
ESMA	Autoridad Europea de Supervisión de Valores y Mercados
FBE	Federación Bancaria Europea
IIC	Institución de Inversión Colectiva
ISDA	International Swaps and Derivatives Association

ICAC	Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas
LC	Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal
LEC	Ley 1/2000, de 7 de enero, de Enjuiciamiento Civil
LIIC	Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva
LMV	Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.
LSA	Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas
LSC	Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el Texto Refundido de la Ley de Sociedades de Capital
MEFF	Mercado Español de Futuros Financieros
MiFID o Directiva MiFID	Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros
MiFID II	Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014
MIFIR	Reglamento (UE) núm. 600/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativo a los mercados de instrumentos financieros
Núm.	Número
OTC	<i>Over the counter</i>
OPA	Oferta pública de adquisición

Prof.	Profesor
SJM	Sentencia de Juzgado de lo Mercantil
RDBB	Revista de Derecho Bancario y Bursátil
RD ESIS	Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión
RDLACC	Real Decreto-ley 5/2005, de 11 de marzo, de reformas urgentes para el impulso a la productividad y para la mejora de la contratación pública.
RDMV	Revista de Derecho del Mercado de Valores
RD OPAs	Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores
RDS	Revista de Derecho de Sociedades
RDT	Real Decreto 1362/2007, de 19 de octubre, por el que se desarrolla la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en relación con los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores estén admitidos a negociación en un mercado secundario oficial o en otro mercado regulado de la Unión Europea
RIIC	Real Decreto 1082/2012, de 13 de julio, por el que se aprueba el Reglamento de desarrollo de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva
SAN	Sentencia Audiencia Nacional
SAP	Sentencia de Audiencia Provincial
SGIIC	Sociedad Gestora de Instituciones de Inversión Colectiva

STJUE	Sentencia del Tribunal de Justicia de la Unión Europea
STS	Sentencia del Tribunal Supremo
STSJ	Sentencia Tribunal Superior de Justicia
TJUE	Tribunal de Justicia de la Unión Europea
V.	Véase
<i>Vid.</i>	Véase
V.gr.	Verbigracia

CAPÍTULO INTRODUCTORIO

El presente estudio tiene por objeto analizar el régimen jurídico del contrato de permuta financiera sobre acciones o índices bursátiles, considerando sus aspectos de contratación mercantil, societarios, bancario-bursátiles y concursales más relevantes. La temática de los contratos de derivados financieros no es desconocida para la doctrina mercantil o la jurisprudencia que ha abordado el nacimiento y desarrollo de los instrumentos financieros derivados dentro del análisis del fenómeno de la innovación financiera que hizo surgir primero las opciones, los futuros y los swaps o permutas financieras, como las principales categorías negociales de derivados financieros, y, posteriormente, otros contratos de derivados como los contratos de cobertura de riesgos con techo (“caps”) o suelo (“floors”), los contratos de cobertura del riesgo de crédito o los contratos por diferencias.

El contrato de permuta financiera, por la tipicidad social derivada de su habitualidad en el tráfico mercantil, ha sido objeto de numerosos trabajos y monografías de alta cualificación que han analizado la naturaleza jurídica y caracteres del contrato, con especial atención a la categoría de los contratos de permuta financiera de cobertura del riesgo de tipo de interés. Sobre estos últimos se ha suscitado una importante conflictividad judicial en torno a la existencia de posibles vicios del consentimiento en la contratación de permutas financieras de cobertura del riesgo de tipo de interés de los

préstamos hipotecarios canalizados a través de la red minorista de las entidades de crédito al amparo del deber legal de ofrecimiento de coberturas hipotecarias.

Dentro de las distintas clases de swaps, el contrato de permuta financiera sobre acciones cotizadas o índices bursátiles (“equity swap”) en su denominación anglosajona, es un contrato mercantil, bilateral y atípico de derivados financieros, de naturaleza extrabursátil (OTC) y no compensado, que pese a su difusión en los mercados de valores y al volumen ciertamente importante de los derivados extrabursátiles referenciados al valor de las acciones o de los índices bursátiles, apenas ha sido caracterizado en la doctrina, existiendo contados pronunciamientos judiciales que lo abordan. El activo subyacente del contrato pueden ser valores o índices bursátiles. Pese a la denominación contractual, el contrato no puede abarcar en la misma operación a ambos activos subyacentes y solo puede ser, de forma disyuntiva, de permuta financiera sobre acciones o sobre índices bursátiles, pero no de permuta financiera sobre acciones e índices bursátiles conjuntamente.

Líneas generales de investigación

El tema conecta de manera directa con el análisis jurídico de los instrumentos financieros relacionados con valores negociables o índices, comprendidos de manera explícita en el ámbito objetivo de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en su art. 2, desde la transposición de la Directiva 93/22/CEE del Consejo, de 10 de mayo de 1993, de servicios de inversión mediante la Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de reforma de la LMV. Porque el análisis de las permutas financieras que recaen sobre acciones o índices bursátiles nos obliga a plantear, como enfoque

metodológico, su doble caracterización jurídica como contrato mercantil atípico y como instrumento financiero derivado.

El uso de este tipo de instrumentos financieros complejos para la cobertura o especulación con el riesgo de los mercados de renta variable ha sido creciente. En el caso de los swaps de acciones o índices, su desarrollo negocial obedece a la funcionalidad de la estructura del swap para permitir el cambio financiero de efectivo o valores negociables al margen de los mercados regulados. La estructura contractual del negocio de permuta financiera es idónea para articular la cesión bilateral de los rendimientos de la renta variable de las acciones cotizadas o los índices bursátiles por o a cambio de pagos referenciados a tipos de interés. Ahí radica el éxito del contrato entre las empresas e intermediarios financieros que recurren a alguno de los acuerdos marco de compensación contractual predispuestos por las asociaciones profesionales: el contrato permite la cobertura o la especulación en todas las situaciones del mercado de renta variable, tanto en las tendencias al alza como a la baja.

En efecto, la razón de ser de las permutas financieras de acciones o índices hay que buscarla en la cobertura o especulación con el riesgo de mercado, tradicionalmente definido como el riesgo de que movimientos adversos en los precios de cotización generen pérdidas desproporcionadas. Frente a los rendimientos explícitos de la renta fija, la renta generada en los mercados secundarios de acciones es variable, sometida al alea propio de los mercados (alea económica) en los que se negocian los valores negociables de las sociedades anónimas de mayor capitalización, que a su vez integran la selección de los principales índices bursátiles.

Para la cobertura del riesgo de mercado surgieron en la década de los ochenta del siglo XX los contratos de permuta financiera sobre índices bursátiles como técnica de gestión de carteras que facilitó la integración de los mercados de valores intercambiando los rendimientos de la renta variable por pagos referenciados a tipos de interés, sin necesidad de tener que invertir en los valores subyacentes del índice bursátil. El éxito de este tipo de instrumentos financieros en la gestión de carteras e instituciones de inversión colectiva dio paso a la utilización del contrato de permuta financiera con finalidad corporativa, sobre un activo subyacente de acciones admitidas a negociación. Surgió así la categoría de los instrumentos financieros referenciados a acciones, de efecto económico similar a la titularidad de los valores negociables.

Junto a las acciones admitidas a negociación, los índices bursátiles son el otro activo subyacente al que va referenciado el contrato de permuta financiera que analizamos. Los índices bursátiles son esenciales en los mercados financieros para fijar con seguridad jurídica los precios de los principales instrumentos y contratos financieros. Se trata de activos de renta variable no fungibles registrados como signos distintivos que proporcionan seguridad en la contratación a plazo y permiten capturar las rentabilidades de los valores integrados en el índice bursátil sin tener que invertir en los valores subyacentes. Su utilización está conectada a la obtención de las rentabilidades variables que buscan las instituciones de inversión colectiva bajo gestión profesional de sociedades gestoras.

La conceptualización jurídica del contrato nos lleva a analizar, en primer lugar, el encaje de los contratos de permuta financiera sobre acciones o índices sujetos a ley española dentro de la supracategoría común de los instrumentos financieros derivados

de renta variable (“equity derivatives”), a la que pertenecen. Esta aproximación presta atención a los conceptos de deuda de valor y de compraventa de protección desarrollados por la doctrina para la configuración jurídica de los contratos de derivados. En este apartado se ubica el estudio de la influencia de los desarrollos de la legislación comunitaria implementados en materia de contratación de instrumentos financieros, transparencia bursátil e infraestructuras de los mercados de derivados OTC, que corresponden a la Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros (MiFID) modificada en virtud de la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014 (MiFID II); la Directiva 2004/109/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de diciembre de 2004, sobre la armonización de los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores se admiten a negociación en un mercado regulado (Directiva de Transparencia); y al Reglamento (UE) número 648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo relativo a los derivados extrabursátiles, las entidades de contrapartida central y los registros de operaciones (EMIR) modificado por el Reglamento (UE) núm. 600/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativo a los mercados de instrumentos financieros, teniendo en cuenta en cada caso las respectivas modificaciones aprobadas o en curso. Se trata, en buena medida, de desarrollos legislativos producto de la crisis financiera internacional iniciada a partir del año 2008, cuyo denominador común es la mayor protección del inversor y la implementación de procedimientos y plataformas para la compensación obligatoria y centralizada de los derivados financieros más estandarizados.

Para el desarrollo de un concepto jurídico del contrato de permuta financiera sobre acciones o índices se parte de la base de doctrina jurisprudencial que ha abordado en numerosas sentencias, incluso a nivel del Tribunal Supremo, los principales caracteres de las permutas financieras de tipos de interés, analizando la naturaleza jurídica y la posible afinidad de los contratos de permuta financiera sobre acciones o índices bursátiles a otras categorías negociales como el contrato de permuta -reconocido en el Anteproyecto de Ley de Propuesta de Código Mercantil (Propuesta de Código Mercantil) elaborada por la Sección Mercantil de la Comisión General de Codificación-, la compraventa, los contratos de financiación, el seguro o el negocio de apuesta. En este epígrafe se analiza también la estructura bilateral, la existencia de reciprocidad funcional o alternatividad en el vínculo y las convenciones típicas del contrato.

En relación a los elementos formales y personales del contrato se analizan los requisitos de perfección y formalidades del contrato de permuta financiera sobre acciones o índices y el estatus jurídico de las partes intervinientes en el contrato/instrumento financiero. En los aspectos de forma, aunque el contrato de permuta financiera es un contrato consensual, no formal, reviste particular interés la revisión de la normas de conducta de tipo técnico-formal incluidas en la normativa EMIR, la LMV y el RD ESIS y sus modificaciones y desarrollos, que entre otras disposiciones normativas imponen a las entidades financieras que prestan servicios de inversión en la negociación de swaps la verificación, registro interno, confirmación y notificación del contrato a un registro de operaciones autorizado en la contratación de operaciones de permuta financiera.

El análisis de los elementos personales del contrato de permuta financiera nos permitirá analizar la doble caracterización de las partes que suscriben el contrato, típica de los instrumentos financieros, y la condición de los intervinientes como partes contractuales y partes vendedora y compradora del instrumento financiero de swap, respectivamente. Esta delimitación subjetiva es relevante para la comprensión del negocio de contratación de la operación de swap sobre acciones o índices, cuya formalización da lugar simultáneamente a un contrato de causa válida y a un instrumento financiero que se desliga de la relación obligatoria y cuya contratación, modificación y extinción debe ser comunicada a la CNMV conforme a los criterios reglamentarios para la comunicación de los instrumentos financieros OTC. Para la denominación de las partes del swap sobre acciones cotizadas o índices bursátiles se ha preferido utilizar la referencia a partes pagadoras (de revalorización o de liquidaciones de efectivo calculadas por aplicación de un tipo de interés), habitual de las operaciones sujetas a acuerdos marco regidos por la ley española, evitando los anglicismos de los modelos predispuestos.

En este apartado de elementos personales se estudia también el ámbito exclusivamente profesional de la contratación de operaciones de permuta financiera sobre acciones o índices bursátiles (art. 78 bis LMV) en la que casi siempre interviene un intermediario financiero prestando la cobertura del derivado, bien porque ambas partes intervinientes son contrapartes financieras (en los contratos referenciados a índices bursátiles vinculados a la gestión de IICs), bien porque una de las partes es una contraparte financiera y la otra una contraparte no financiera que cumple los requisitos previstos en la LMV para ser clasificada como cliente profesional (en los contratos

referenciados a acciones), y que puede ser un inversor institucional, un accionista de referencia de la sociedad emisora de las acciones, un fondo de inversión libre, etc.

En lo que respecta al contenido obligacional, se analizan las obligaciones de las partes que, siguiendo en este punto a los modelos de acuerdos de compensación contractual más utilizados, se pueden definir como obligaciones de pago de efectivo o de entrega de valores negociables. Las permutas financieras que referencian acciones o índices bursátiles dan lugar al intercambio bilateral de pagos propio de los swaps, de dos corrientes de pago. Mientras que el contrato de swap de índices bursátiles se aproxima al contrato diferencial dando lugar a un único movimiento de pago si coinciden las sucesivas fechas de liquidación del efectivo calculado mediante la aplicación de un tipo de interés variable y de revalorización bursátil, las permutas financieras que referencian acciones facultan a liquidar el contrato a vencimiento mediante entrega de los valores subyacentes si las partes lo han pactado, o si han acordado deferir la decisión del sistema de liquidación a un momento posterior a la contratación más próximo al vencimiento. Este sistema de liquidación del contrato (art. 53.3 LMV) se analiza en el estudio del contenido obligacional, junto a los efectos jurídicos de los contratos que referencian acciones en la posición de accionista.

Respecto a este tema, se analiza como el contenido de los derechos de accionista consagrados en el art. 93 de la Ley de Sociedades de Capital queda desprovisto de contenido real por efecto de la cesión convencional al titular del instrumento financiero. De facto, el contrato permite el comercio y la cesión convencional separada de los derechos económicos y políticos del accionista si las partes lo acuerdan en el documento de confirmación del contrato. El tema conecta las permutas financieras que recaen sobre

acciones con las cuestiones de legalidad societaria que surgen del ejercicio separado de los derechos de accionista por título contractual, que es una de las líneas de mayor actualidad en el Derecho de sociedades. Los contratos de permuta financiera son exponente de la crisis del principio de proporcionalidad -que en nuestra legislación societaria establece el art. 188.2 de la LSC- entre el capital social y los derechos políticos al permitir, de manera más intensa en este tipo negocial que en otros contratos de derivados financieros de causa diferencial o especulativa, la disociación entre el capital social y los derechos de voto, tradicional de las sociedades anónimas.

Se analiza en este bloque la posibilidad de articular en la estructura del contrato la cesión del derecho de voto a través de diferentes mecanismos –delegación, usufructo u otros acuerdos de voto- y la transmisión de los derechos económicos y políticos de las acciones de forma separada a la titularidad formal (“decoupling”). El análisis de las posibilidades de cesión del derecho de voto tiene en cuenta la importante Sentencia del Tribunal Supremo de 12 de noviembre de 2014 que se ha pronunciado a favor de la licitud de la cesión del derecho de voto “*a cambio de contraprestación o ventaja patrimonial*” al amparo de la Directiva 2007/36/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 11 de julio, sobre el ejercicio de determinados derechos de los accionistas de sociedades cotizadas. Dentro de este bloque se aborda el régimen de transparencia bursátil aplicable a los swaps sobre acciones y los instrumentos financieros derivados referenciados a acciones, incluyendo una perspectiva de Derecho comparado, analizando las características principales de los regímenes de transparencia bursátil de los derivados financieros sobre acciones en las jurisdicciones más avanzadas.

Se estudia a continuación el régimen de las garantías financieras fiduciarias habituales del contrato, a través de contratos de garantía financiera fiduciaria (también denominados contratos de colaterales), que tienen su encaje en nuestro Ordenamiento en el Real Decreto Ley 5/2005, de 11 de marzo, de reformas urgentes para el impulso a la productividad y para la mejora de la contratación pública. El estudio se completa con el análisis del régimen jurídico de cesión, modificación y resolución anticipada del contrato, abordando asimismo el tratamiento concursal del crédito derivado del contrato de permuta financiera sobre acciones en las situaciones de apertura de concurso, con especial incidencia en el estudio de la concursabilidad o prededucibilidad de las liquidaciones devengadas por el swap tras el concurso a la luz del art. 16.2 del Real Decreto Ley 5/2005, cuestión que ha dado lugar a resoluciones judiciales de carácter contradictorio según el partido judicial.

El tratamiento concursal tiene en cuenta la discusión abierta a nivel del Tribunal Supremo sobre la pretendida falta de reciprocidad funcional de los swaps y la calificación como crédito concursal ordinario de los contratos de permuta financiera con prestaciones recíprocas pendientes de cumplimiento si no existe una pluralidad de operaciones financieras de derivados bajo el acuerdo marco (swap u otras) que justifique la aplicación del régimen concursal especial del Real Decreto Ley 5/2005, así como las resoluciones judiciales más recientes favorables a esta línea interpretativa.

Metodología

La metodología empleada se apoya en una estructura clásica de división de contenidos y se basa en la interpretación hermenéutica y la observación del contrato en

la realidad financiera en la que opera. En este sentido, se ha puesto especial énfasis en la delimitación jurídica de las cuestiones financieras planteadas, no en el análisis descriptivo del contrato, sobrado de caracterización a nivel financiero.

El estudio intercala la exposición sistemática sobre los pactos más habituales del contrato con el análisis de las distintas cuestiones jurídicas que se plantean cuando el contrato está sujeto a ley española, prestando atención a la realidad de los derivados extrabursátiles no compensados (OTC) en la que el contrato de permuta financiera sobre acciones o índices bursátiles se integra como derivado no compensado.

Tratándose de un contrato innovador del mercado financiero, el análisis jurídico no puede prescindir del examen de los precedentes del mercado. Por ello la conceptualización jurídica del contrato se completa con la exposición de casos y precedentes transaccionales, reales y vividos, de los swaps sobre acciones o índices bursátiles sobre los que consta información previamente registrada, fácilmente accesible y de carácter público que ha sido previamente comunicada al mercado.

En los registros oficiales de la CNMV, en especial sobre las permutas financieras que referencian valores negociables, existe un conjunto de experiencias accesibles de manera telemática (notificaciones de instrumentos financieros sobre acciones, comunicaciones de hecho relevante, información financiera de auditorías, informes de buen gobierno corporativo, etc.) que brindan ejemplos de primer orden para entender el contrato e integrarlo en las categorías jurídicas de nuestro Ordenamiento mercantil.

Tratamiento unitario

El estudio del contrato de permuta financiera tiene en cuenta los dos tipos de activo subyacente a que va referenciado: las acciones o los índices bursátiles. En este sentido, se ha optado por dar un tratamiento unitario y homogéneo al análisis del contrato teniendo en cuenta que en la contratación de la operación se comparte la estructura de permuta financiera.

Este tratamiento unitario se justifica en la unicidad de causa y de función económica del contrato para los dos activos subyacentes. Ambos subtipos son contratos para la cobertura del riesgo bursátil de los mercados de renta variable, del que las acciones admitidas a negociación o los índices bursátiles son subyacentes directos o indirectos. Otro argumento que justifica su tratamiento unitario es la uniformidad contractual. En los modelos predispuestos de acuerdos marco de las asociaciones profesionales (ISDA, AEB, FBE) el contrato de swap sobre acciones o índices se presenta en el clausulado obligacional de los documentos de confirmación como una categoría unitaria de derivado financiero de renta variable (“equity”).

Todo ello justifica el enfoque unitario de la materia, a sabiendas de que la utilización corporativa del contrato como derivado de cobertura cuando referencia acciones puede estar alejada del uso especulativo de los swaps de índices bursátiles.

Esquema de investigación y división del trabajo

Con base en lo expuesto, el objetivo principal de nuestro análisis es la caracterización jurídico-mercantil del contrato de permuta financiera sobre acciones o índices bursátiles, en un trabajo de investigación propio y original, a la par que novedoso por la temática abordada.

El estudio se desarrolla en diversos Capítulos sobre una estructura clásica de contenidos. El origen, función y naturaleza jurídica de los contratos de derivados constituye el bloque del Capítulo I. En los Capítulos II, III, IV, V y VI se analiza el concepto de las permutas financieras sobre acciones o índices bursátiles, su naturaleza jurídica y caracteres, y los elementos personales, formales y reales del contrato, desde una perspectiva integradora en nuestro Derecho mercantil, que reconoce los swaps sobre acciones o índices bursátiles como contratos de derivados y como instrumento financieros.

En los Capítulos VII y VIII se analiza el régimen jurídico del contrato, incidiendo en los derechos y obligaciones que asumen las partes y en el análisis del contrato en las situaciones de cesión, novación modificativa y terminación normal o anticipada del contrato. Los siguientes Capítulos, IX y X del estudio, analizan las garantías financieras habituales en este tipo de swaps, y el tratamiento de la permuta financiera sobre acciones en el concurso de acreedores.

Conclusiones

El trabajo de investigación finaliza con el desarrollo de conclusiones en el Capítulo XI que, de modo extractado, concretan los resultados de la investigación sobre el contrato de swap sobre acciones o índices bursátiles en su consideración contractual, societaria, bancario-bursátil y concursal.

INTRODUCTORY CHAPTER

The purpose of this paper is to analyse the legal regime for equity swaps (in Spanish: *contrato de permuta financiera sobre acciones o índices bursátiles*), considering the most salient commercial and contractual, corporate, bank/stock market and insolvency arrangement factors thereof. The topic of financial derivative contracts is not completely alien to commercial legal doctrine or case law, which has addressed the birth and development of financial derivative instruments as part of the analysis of the financial innovation phenomenon that first gave rise to options, futures and swaps as the main commercial categories of financial derivatives and, subsequently, other derivatives such as interest rate caps and floors, credit risk hedges and contracts for difference.

Because of their commercial characteristics deriving from their common usage in business dealings, swaps have formed the subject-matter of numerous high quality papers and monographs analysing the legal nature and characteristics of swaps, with particular focus on the category of interest rate swaps. Considerable legal controversy has arisen regarding interest rate swaps in relation to the existence of potential defects of consent in the arrangement of interest rate swaps on mortgages channelled through the retail network of credit institutions falling under the legal duty to offer mortgage hedges.

Within the different classes of swaps, equity swaps are commercial, bilateral, atypical, over-the-counter (OTC) financial derivative contracts that are not netted which, although they are widespread on the securities markets and represent a clearly significant volume of OTC transactions tied to the value of shares or stock market indices, they have hardly been described in legal doctrine, as there are few court judgments that address them. The underlying asset of the contract may be securities or stock market indices. The contract, despite its contractual name in Spanish (*contrato de permuta financiera sobre acciones cotizadas o índices bursátiles*), cannot cover both underlying assets in the same transaction and can only be either a swap involving shares or a swap involving stock market indices, and not a swap involving both at the same time.

The main objective of our analysis is the legal and commercial characterization of equity swaps in a pertinent and original paper that examines a very novel area of research.

General areas of research

This topic is directly linked to the legal analysis of financial instruments related to marketable securities or indices, expressly included within the scope of Article 2 of Securities Market Law 24/1988, of 28 July, due to the transposition of Council Directive 93/22/EEC of 10 May 1993 on investment services through Law 37/1998, of 16 November, reforming the Securities Market Law. This is because an analysis of equity swaps compels us to consider, as a methodological approach, its two-way legal

characterization as an atypical commercial contract and as a derivative financial instrument.

The use of this type of complex financial instrument for hedging or speculating in relation to equity market risk has been on the rise. In the case of equity swaps, their commercial development is a result of the functionality of the swap structure that enables the financial exchange of cash or marketable securities on the margins of regulated markets. The contractual structure of the swap business is ideal for expressing the bilateral transfer of the floating returns on listed shares or stock market indices arising from or in exchange for interest rate-linked payments. Hence the success of the contract among financial intermediaries or companies that resort to one or more of the master netting agreements preferred by professional associations: the contract allows for hedging or speculation in all equity market situations, during both bullish and bearish trends.

In fact, the *raison d'être* of equity swaps must be found in market risk hedging or speculation, market risk being traditionally defined as the risk of adverse fluctuations in quoted prices generating disproportionate losses. As compared with express fixed-income returns, the returns generated on the secondary stock markets are variable, subject to the volatility of the markets (economic volatility) on which the marketable securities of the most highly capitalized companies –which in turn constitute the major stock market indices– are traded.

For the purposes of market risk hedges, equity swaps arose in the 1980s as a portfolio management technique, which facilitated the integration of securities markets,

exchanging floating returns for interest rate-linked payments, without the need to invest in the underlying securities of the stock market index. The success of this type of financial instrument in the management of collective investment institutions and portfolios led to the use of corporate swaps on an underlying asset comprising listed shares. This gave rise to the category of financial instruments linked to shares, with an economic effect similar to the ownership of marketable securities.

Together with listed shares, stock market indices are the other underlying asset to which the swaps under analysis are benchmarked. Stock market indices are essential in financial markets in order to set the prices of the main financial contracts and instruments with legal certainty. These are non-fungible equity assets registered as distinctive signs which afford certainty in forward trading and allow the capture of returns on securities composing the stock market indices without having to invest in the underlying securities. Their use is connected to the obtainment of floating returns sought by collective investment institutions under the professional handling of management companies.

The legal conceptualization of the contract leads us to analyse, firstly, how equity swaps governed by Spanish law fit within the common supra-category of equity derivatives to which they belong. This approximation pays attention to the concepts of debt of value (*deuda de valor*) and purchase and sale of protection (*compraventa de protección*) developed in the legal doctrine for the legal configuration of derivative contracts. This section studies the influence of the developments implemented in EU legislation on the arrangement of financial instruments, stock market transparency and the infrastructure of OTC derivative markets, corresponding to Directive 2004/39/EC of

the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on markets in financial instruments (MiFID) amended by Directive 2014/65/EC of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 (MiFID II); Directive 2004/109/EC of the European Parliament and of the Council of 15 December 2004 on the harmonisation of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market (Transparency Directive); and Regulation (EU) No 648/2012 of the European Parliament and of the Council on OTC derivatives, central counterparties and trade repositories (EMIR) amended by Regulation (EU) No 600/2014 of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on markets in financial instruments, taking into account in each case the respective amendments approved or in progress. These are largely legislative developments resulting from the international financial crisis that began in 2008, the common denominator of which is greater investor protection and the implantation of procedures and platforms for the obligatory and centralized clearing of the most standardized financial derivatives.

The development of a legal concept of the equity swap is based on case law which has addressed in numerous judgements, including at the Supreme Court level, the main characteristics of interest rate swaps. It has analysed the legal nature and possible affinity of equity swaps with other commercial categories such as the swap contract – recognized in the Preliminary Draft Law Commercial Code Proposal prepared by the Commercial Section of the General Codification Commission –, purchase and sale agreements, financing contracts, insurance or the gambling business. This part also analyses the bilateral structure, the existence of functional reciprocity or alternativeness in the relationship and the typical conventions of the contract.

In relation to the formal and personal elements of the contract, this paper analyses the perfection requirements and formalities of the equity swap and the legal status of the parties participating in the contract/financial instrument. Particularly noteworthy among matters of form – although the swap is a consensual, non-formal contract - is the revision of the technical/formal rules of conduct included in the European Market Infrastructure Regulation (EMIR), the Securities Market Law and the Royal Decree on investment services firms (ESIs) and their amendments and implementing provisions which, among other regulatory provisions, oblige financial institutions that provide investment services in swap trading to verify, internally register, confirm and notify the contract to an authorized transaction registry in the arrangement of swaps.

The analysis of the personal elements of the swap contract will allow us to analyse the two-fold characterization of the parties entering into the contract, which is typical of financial instruments, and the status of the participating parties as contractual parties and as the seller and buyer of the swap, respectively. This subjective delimitation is significant for the understanding of the arrangement of the equity swap transaction, the completion of which simultaneously gives rise to a contract with valid cause and to a financial instrument that moves away from the obligatory relationship and the arrangement, amendment and termination of which must be communicated to the Spanish National Securities Market Commission (CNMV) in accordance with the regulatory criteria for communication of OTC financial instruments. The preferred Spanish nomenclature of the parties of the equity swap contract is to refer to “paying parties” (“*partes pagadoras*”) (of appreciation or interest), commonplace in transactions subject to framework agreements governed by Spanish law, avoiding the use of English terms in the preferred models.

In this section on personal elements there is also an analysis of the exclusively professional area of the arrangement of equity swap transactions (Article 78 bis of the Securities Market Law) in which a financial intermediary is almost always involved, arranging the hedging of the derivative, either because both participating parties are financial counterparties (in contracts tied to stock market indices related to the management of collective investment institutions) or because one of the parties is a financial counterparty and the other is a non-financial counterparty that meets the requirements envisaged in the Securities Market Law in order to be classified as a professional client (in contracts tied to shares) and may be an institutional investor, a significant shareholder of the company issuing the shares, a hedge fund, etc.

As regards binding content, we will analyse the obligations of the parties which, based on the most used netting agreement models, can be defined as obligations to pay in cash or to deliver marketable securities. Equity swaps give rise to the bilateral exchange of payments inherent to the swaps, of two payment legs. While swaps tied to stock market indices are similar to the contract for difference giving rise to a single payment leg if the successive dates of interest settlement and stock market appreciation match, swaps tied to shares authorize the settlement of the contract at maturity through the delivery of the underlying securities if the parties have so agreed, or if they have agreed to defer the decision regarding the settlement system to a date subsequent to the arrangement closest to maturity. This system of settling the contract (Article 53.3 of the Securities Market Law) is analysed in the study of the binding content, together with the legal effects of the contracts which tie shares in the position of shareholder.

In this connection, we analyse how the content of the shareholder's rights envisaged in Article 93 of the Capital Companies Law is devoid of real content due to the transfer by agreement (*cesión convencional*) to the owner of the financial instrument of share-based equity swaps. De facto, the contract allows for the trade and separate transfer by agreement of the shareholder's dividend and voting rights if the parties so agree in the document confirming the contract. The matter connects share-based equity swaps with questions of company legality which arise from the separate exercise of the shareholder's contractual rights, which is one of the most current areas in company law. Swap contracts are an indicator of the crisis in the principle of proportionality – established in Spanish company legislation in Article 188.2 of the Capital Companies Law – between share capital and voting rights since they permit, more intensely in this commercial type than in other spread-based or speculative financial derivative contracts, the dissociation between share capital and voting rights, which is traditional among companies.

This section analyses the possibility of articulating in the structure of the contract the transfer of the voting right through various mechanisms – delegation, usufruct or other voting agreements – and the transfer of the dividend and voting rights of the shares separately from the formal ownership (decoupling). The analysis of voting right transfer possibilities takes into account the important Supreme Court judgment of 12 November 2014 which found in favour of the legality of the transfer of the voting right “in exchange for consideration or economic advantage” (“*a cambia de contraprestación o ventaja patrimonial*”) under Directive 2007/36/EC of the European Parliament and of the Council of 11 July 2007 on the exercise of certain rights of shareholders in listed companies. This section addresses the stock market transparency regime applicable to

share-based swaps and derivative financial instruments, including a comprehensive overview of comparative law, analysing the principal characteristics of the stock market transparency regimes of share-based financial derivatives in the most advanced jurisdictions.

Subsequently there is an analysis of the contract's habitual fiduciary financial guarantees, through fiduciary financial guarantee contracts (also known as collateral contracts) established in Spanish legislation through Royal Decree-Law 5/2005, of March 11, on urgent reforms to boost productivity and to improve public procurement. The analysis is completed with the study of the legal regime for the transfer, modification and early termination of the contract and the insolvency treatment of the claim arising from the asset-based swap contract in situations of the commencement of insolvency, with particular focus on the study of the relevance in insolvency or the pre-deductible nature of settlements arising from the swap following the insolvency under Article 16.2 of Royal Decree-Law 5/2005, an issue which has given rise to contradictory court decisions depending on the legal jurisdiction.

Insolvency treatment takes into account the discussion under way at Supreme Court level on the alleged lack of functional reciprocity of swaps and the classification as ordinary insolvency claim of swap contracts with reciprocal benefits not yet met if there is a lack of plurality of derivative financial transactions under the framework agreement (swap or other) that justifies the application of the special insolvency regime of Royal Decree-Law 5/2005, as well as the most recent court decisions in favour of this line of interpretation.

Methodology

The methodology employed is underpinned by a classic structure of division of content and is based on the hermeneutic interpretation and the observation of the contract in the financial reality within which it operates. In this connection, particular emphasis has been placed on the legal delimitation of the financial questions posed, not on the descriptive analysis of the contract, with excessive characterization at the financial level.

The study blends the systematic explanation of the most common clauses of the contract with the analysis of the different legal questions posed when the contract is subject to Spanish law, focussing on the reality of non-netted OTC derivatives of which the equity swap forms part as a non-netted derivative.

Given that it is an innovative contract on the financial market, the legal analysis cannot dispense with the examination of market precedents. Therefore, the legal conceptualization of the contract is completed with the consideration of actual real life transactional precedents and cases of equity swaps with regard to which there is previously recorded, accessible and public information that has been previously communicated to the market.

In the official registers of the CNMV, in particular in relation to marketable securities-based swaps, there is a series of telematically accessible experiences (notifications of share-based financial instruments, communications of significant events, financial information on audits, good corporate governance reports, etc.) that

provide first-class examples to enable the understanding of the contract and integration of it in the legal categories of Spanish mercantile legislation.

Unified treatment

The study of the swap contract takes into account the two types of underlying assets to which they are benchmarked: shares and stock market indices. In this connection, we opted for a unified and homogenous treatment for the analysis of the contract bearing in mind that in arranging the transaction the swap structure is shared.

This unified treatment is justified by the uniqueness of the economic function and cause of the contract for the two underlying assets. Both sub-types are contracts for hedging the stock market risk of equity markets, of which the shares admitted for trading or the stock market indices are direct or indirect underlyings. Another argument justifying their unified treatment is their contractual uniformity. In the preferred models of framework agreements of the professional associations (ISDA, the Spanish Banking Association (AEB), FBE) the equity swap contract is set forth in the binding clauses of the confirmation documents as a unified category of equity derivatives.

All of this justifies the unified approach to the matter, knowing full well that the corporate use of the contract as a hedging derivative when tied to shares can be far removed from the speculative use of stock market index-based swaps.

Outline of research and division of work

On the basis of the foregoing, the study is carried out in several Chapters following a classic content structure. The legal nature, origin and function of derivative contracts constitutes Chapter I. Chapters II, III, IV, V and VI analyse the concept, the legal nature, the current regulatory framework governing securities-based financial instruments, and the personal, formal and real elements of the contract, from an integrating standpoint in Spanish mercantile law that takes into account equity swaps as contracts and as financial instruments.

Chapters VII and VIII analyse the legal regime of the contract, focussing on the rights and obligations assumed by the parties and on the analysis of the contract in terms of the transfer, amending novation and normal or early termination of the contract. The following Chapters IX and X of the study analyse the habitual financial guarantees of this type of swap and the treatment of share-based swaps in insolvency proceedings.

Conclusions

The research paper ends by drawing conclusions in Chapter XI which summarize the results of the research on the equity swap contract from the contractual and banking and stock market viewpoint and conclusions.

CAPÍTULO I

LOS DERIVADOS DE RENTA VARIABLE

SUMARIO: I. ORIGEN Y CONTEXTO ACTUAL DE Los derivados FINANCIEROS. A) NACIMIENTO Y DESARROLLO DE LOS DERIVADOS FINANCIEROS. B) MOVIMIENTOS DE REFORMA: LA RESPUESTA NORMATIVA. II. LOS DERIVADOS FINANCIEROS: CONCEPTO Y NATURALEZA JURIDICA. A) CONCEPTO. B) NATURALEZA JURÍDICA C. FINALIDAD. III. LOS DERIVADOS FINANCIEROS COMO INSTRUMENTOS FINANCIEROS. A) APROXIMACIÓN AL CONCEPTO. B) LA CARACTERIZACIÓN COMO INSTRUMENTOS FINANCIEROS. C. DIFERENCIAS CON LOS VALORES NEGOCIABLES. 1. Contenido. 2 Transmisibilidad 3. Tipo de contratación: normalizada o extrabursátil. 4. Complejidad. 5. Existencia o ausencia de causa de financiación. IV. TIPOLOGÍA DE INSTRUMENTOS FINANCIEROS DERIVADOS. A) POR EL ACTIVO SUBYACENTE: FINANCIERO Y NO FINANCIERO. B) POR LA CATEGORÍA CONTRACTUAL: CONTRATOS A PLAZO, OPCIONES Y PERMUTAS FINANCIERAS. 1. Contratos a plazo. 2. Opciones. 3. Permutas financieras. C) POR LA FORMA DE LIQUIDACIÓN: POR DIFERENCIAS O EN ESPECIE. D) POR LA FORMA DE CONTRATACIÓN: NEGOCIADOS O EXTRABURSÁTILES. E. POR EL TIPO DE CONTRAPARTE: CONTRAPARTE ELEGIBLE, PROFESIONAL O CLIENTE MINORISTA. V. LA CONFIGURACIÓN JURÍDICA DE LOS CONTRATOS DE DERIVADOS: LOS CONCEPTOS DE “COMPRVENTA DE PROTECCIÓN” Y “DEUDA DE VALOR”. A) LA COMPRA DE PROTECCIÓN. B) EL CONCEPTO DE DEUDA DE VALOR. VI. LOS DERIVADOS FINANCIEROS DE RENTA VARIABLE. A) ASPECTOS GENERALES. B) LOS INSTRUMENTOS FINANCIEROS DERIVADOS DE RENTA VARIABLE: CONCEPTUALIZACIÓN JURÍDICA. C) CLASES DE SUBYACENTES DE RENTA VARIABLE: ACCIONES, ÍNDICES BURSÁTILES Y CESTAS. 1. Las acciones. 2. Los índices bursátiles. 3. Cestas de acciones o índices bursátiles.

I. ORIGEN, DESARROLLO Y CONTEXTO ACTUAL DE LOS DERIVADOS FINANCIEROS

A) NACIMIENTO Y DESARROLLO DE LOS DERIVADOS FINANCIEROS

En el proceso de innovación financiera experimentado en la década de los setenta del siglo XX con la expansión e internacionalización de los mercados financieros se sitúa el nacimiento de los contratos de derivados. En dicho período de tiempo se produce primero el desarrollo y expansión de los derivados de primera generación, los contratos a plazo y los futuros, y posteriormente, de las opciones y las permutas financieras como categorías negociales principales de los mercados de derivados¹. El desarrollo de las operaciones sobre derivados financieros tiene lugar inicialmente de forma bilateral en mercados no organizados, de forma directa por los agentes económicos, en respuesta a la necesidad de seguridad en la contratación a plazo en un entorno de inestabilidad económica y volatilidad de los tipos de cambio².

En la década de los ochenta del siglo XX se produce un desarrollo espectacular de la industria de los derivados financieros, con el surgimiento de los mercados

¹ Sobre el nacimiento y la evolución de los instrumentos financieros derivados, DÍAZ RUIZ, E., “Aspectos jurídicos de los productos financieros derivados” en AA.VV. (dirs. DÍAZ RUIZ/LARRAGA), *Los mercados españoles de productos financieros derivados*, Madrid, Centro de Documentación Bancaria y Bursátil, 1998, pp. 59 y ss.; DÍAZ RUIZ, E., “La contratación en los mercados de futuros y opciones españoles” en AA.VV., *Lecciones de Derecho Bancario y Bursátil*, Colex, Madrid, 2009, pp. 423 y 424; MADRID PARRA, A., *Contratos y mercados de futuros y opciones*, Madrid, Tecnos, 1994, pp. 17 y ss.; IBAÑEZ, J., *El contrato de instrumentos derivados*, Cizur Menor, Civitas, 2013, pp. 28 y ss.; VEGA, J.A., *El contrato de permuta financiera (Swap)*, Cizur Menor, Aranzadi, pp. 22 y ss.; CONTRERAS, A., *El contrato de futuros financieros*, Madrid, Marcial Pons, 2006, pp. 42 y ss.; KNOP, R., *Manual de instrumentos derivados*, Madrid, 2005, pp. 13 y sigs.; SANZ CABALLERO, J.I., *Derivados Financieros*, Madrid, 2000, pp. 87 y sigs.; ZUNZUNEGUI, F., *Derecho del Mercado Financiero*, Madrid, Marcial Pons, 2005, pp. 178 y sigs.; ROSELL, C., *Aspectos jurídicos del contrato internacional de swap*, Barcelona, Bosch, 1999, pp. 19 y ss; y 424; CEA, J.L., *Los contratos de permuta financiera (swaps). Gestión financiera y análisis contable*, ICAC, Madrid, 1990, pp. 9 a 12; PARKER, E., “Overview and introduction to equity derivatives”, en *Equity Derivatives*, Global law and Business, Londres, 2009, pp. 8 y ss.

² SANZ CABALLERO, J.I., *Derivados Financieros*, op. cit., pp. 71.

secundarios de derivados en los que se negocian futuros y opciones y el incremento exponencial de los volúmenes de contratación. Característica de este desarrollo es la gran variedad de activos subyacentes y los altos volúmenes de contratación de estos mercados, que en ocasiones supera a la contratación de contado del subyacente.

La expansión de los derivados financieros continua en la década de los noventa del siglo XX, con la incorporación de nuevos subyacentes a los mercados organizados. En España, se crea el mercado secundario de opciones y futuros MEFF en 1989, que en 1992 experimenta un fuerte impulso con la incorporación a la negociación de futuros sobre el índice bursátil Ibex-35 y contratos sobre el bono nocional. En paralelo, se produce un incremento exponencial de la contratación OTC de derivados financieros, al margen de los mercados regulados.

Con la introducción del euro, comienza un movimiento de concentración de los mercados de derivados europeos en conglomerados de tipo “holding”, emergiendo las grandes plataformas de contratación y compensación de derivados, como Euronext-Liffe, Eurex y en España, MEFF, que en 2001 integra en el holding MEFF AIAF SENAF Holding de Mercados Financieros, S.A., las plataformas AIAF y SENAF.

Como consecuencia de la crisis financiera internacional iniciada en el año 2008, asistimos en España y otros países de la Unión Europea y del contexto internacional a múltiples iniciativas legislativas relacionadas con los derivados financieros, que han cristalizado en una nueva regulación sectorial de los contratos

de derivados en aspectos importantes de su configuración jurídica³. En lo que se puede considerar un cambio de paradigma, se entiende que los derivados financieros han contribuido en gran medida a la crisis financiera, favoreciendo la propagación del riesgo de contraparte entre los distintos participantes en el mercado⁴.

B) MOVIMIENTOS DE REFORMA: LA RESPUESTA NORMATIVA

³ Entre otras propuestas de regulación de los derivados OTC, en la Cumbre Internacional de 24 y 25 de septiembre de 2009 de países del G-20 en Pittsburg, se hizo un llamamiento del G-20 a “[...] *mejorar los mercados de derivados no oficiales (OTC) y crear herramientas de gestión más potentes para responsabilizar a las grandes instituciones financieras de los riesgos en los que incurren*”. Las propuestas de regulación de los derivados se recogieron en diferentes resoluciones de las instituciones de la Unión Europea, destacando la Comunicación de la Comisión “Garantizar la eficiencia, seguridad y solidez de los mercados de derivados” de 3 de julio de 2009 (COM (2009) 905 332 Final. Bruselas 3.07.2009); la Comunicación de la Comisión Europea al Parlamento Europeo, al Consejo, al Comité Económico y Social Europeo, al Comité de las Regiones y al Banco Central Europeo, de 20 de octubre de 2009 relativa a la eficiencia, seguridad y solidez de los mercados de derivados y sus actuaciones futuras (COM (2009) 563 Final. Bruselas 20.09.2009); y la Resolución del Parlamento Europeo, de 15 de junio de 2010, sobre los mercados de derivados: actuaciones futuras.

⁴ En la Comunicación de la Comisión “Garantizar la eficiencia, seguridad y solidez de los mercados de derivados” de 3 de julio de 2009 la Comunicación de la Comisión Europea de 20 de octubre de 2009, relativa a la eficiencia, seguridad y solidez de los mercados de derivados y sus actuaciones futuras, se advertía claramente de la red de interdependencias que crean los derivados con la redistribución al mercado del riesgo de contraparte: “[...] *Las entidades que participan en los mercados de derivados pueden cubrir los riesgos a los que se exponen recurriendo a los derivados. No obstante, si se cubren los riesgos en mercados OTC, y en ausencia de información pública fiable sobre tales mercados, a los participantes del mercado y los supervisores les resultará difícil determinar si realmente se han cubierto esos riesgos. Cuando quienes negocian con derivados no son creadores de mercado ni tienen interés alguno en el activo subyacente, facilitan la especulación, la volatilidad del sistema y la multiplicación de los riesgos en el mismo. Los derivados pueden entonces servir como medio de apalancamiento del balance de quienes intervienen en los mercados de derivados, puesto que permiten a los participantes adquirir posiciones con menos capital del que necesitarían para invertir en los mercados de contado. Por otra parte, en caso de incumplimiento de una contraparte puede resultar difícil encontrar otras contrapartes para sustituir una cobertura, ya que éstas pueden estar, a su vez, en dificultades o mostrarse reacias a entrar en una transacción, habida cuenta de la mayor incertidumbre. En los mercados con pocos participantes, el problema se amplifica. En resumen, al celebrar un contrato OTC es difícil evaluar el riesgo de que una contraparte pueda incurrir en incumplimiento. En los mercados financieros estrechamente interconectados, dicha evaluación requeriría, en principio, que cualquier participante tuviera un buen conocimiento de todos los demás. Al no existir apenas información pública en los mercados OTC, ese conocimiento es incompleto*”.

En el contexto de crisis financiera internacional, se considera que debe fortalecerse la regulación y supervisión de los derivados financieros, especialmente del mercado no organizado de los derivados extrabursátiles, con el objetivo de que los contratos de derivados OTC más estandarizados puedan ser compensados centralizadamente en mercados o plataformas de registro y contratación⁵. La supervisión de los derivados financieros aparece como objetivo prioritario de todas las reformas de carácter financiero planteadas en este período. Surgen así múltiples iniciativas de reforma legislativa que cristalizan en una nueva regulación de los contratos de derivados en aspectos relevantes de su régimen.

En el ámbito de la transparencia del mercado, en España primero, y en el resto de los países de la Unión Europea después, se aprueba la reforma del registro de participaciones significativas de las sociedades cotizadas con la transposición de la Directiva 2004/109/CE sobre la armonización de los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores se admiten a negociación en un mercado regulado, que establece la obligación de notificar a la sociedad emisora y a la CNMV, a cargo del titular de instrumentos financieros referenciados a acciones, la adquisición, modificación o cancelación de posiciones en derivados sobre acciones que confieran derecho de adquisición a partir de determinado porcentajes

⁵ En la citada Declaración de la Cumbre de Pittsburgh se incluyeron múltiples referencias específicas a la necesidad de regular, fortalecer y supervisar los mercados de derivados, especialmente la supervisión de la contratación OTC: “[...] *Todos los contratos estandarizados de derivados OTC deberían ser negociados en mercados o plataformas de comercio electrónico, donde sea apropiado en cada caso, y ser liquidados a través de entidades supervisoras antes de finales de 2012. Los contratos de derivados OTC deben ser registrados. Los contratos no controlados por las entidades de supervisión deben estar sujetos a requisitos de capital más elevados. Pedimos al Consejo de Estabilidad Financiera que evalúe periódicamente la aplicación y si eso es suficiente para mejorar la transparencia en los mercados de derivados, con el objetivo de mitigar el riesgo sistémico y proteger contra potenciales abusos de mercado*”. Una visión general de las iniciativas de reforma puede verse en MUÑOZ PÉREZ, A.F., “El mercado de derivados OTC: iniciativas de reforma”, en *RMV* núm. 8, 2011, pp. 23-72.

de derechos de voto, en virtud de la Ley 6/2007, de 12 de abril, de reforma de la LMV y el RDT⁶.

En lo que respecta a los contratos de derivados negociados en mercados regulados, se procede a la actualización del marco regulatorio del mercado español de derivados financieros con la aprobación del Real Decreto 1282/2010, de 15 de octubre, por el que se regulan los mercados secundarios oficiales de futuros, opciones y otros instrumentos financieros derivados, equiparando la regulación del mercado español MEFF con los estándares normativos propios de otros mercados internacionales de derivados⁷.

Otro sector de regulación avanzada es la protección del cliente, que experimenta muy notables avances con la transposición de la Directiva 2004/39/CE relativa a los mercados de instrumentos financieros (MiFID)⁸, mediante la Ley 47/2007, de 19 de diciembre, por la que se modifica la LMV, que entre otras modificaciones de alcance, clasifica a los contratos de derivados como instrumentos financieros complejos y establece un alto nivel de protección a favor del cliente minorista que contrata un derivado financiero, en función de sus conocimientos y experiencia⁹.

⁶ TAPIA HERMIDA, A. “La transparencia de las sociedades cotizadas”, en *RDBB* núm. 110, 2007, pp.273 y sigs.

⁷ DÍAZ RUIZ, E. “Nueva normativa reglamentaria sobre mercados secundarios oficiales de instrumentos derivados”, en *Actualidad Jurídica Uría Menéndez*, núm. 28, 2011, pp. 73-78.

⁸ DO L 145 de 30.4.2004.

⁹ DÍAZ RUIZ, E., “La caracterización de los derivados tras la entrada en vigor de la MiFID”, en *RMV*, núm. 2, pp. 148 y 149.

Las disposiciones de la Directiva MiFID se han concretado posteriormente en diferentes desarrollos reglamentarios, comunicaciones y Guías de la CNMV, destacando en el ámbito de la protección de los clientes la Circular 3/2013, de 12 de junio, de la CNMV, sobre el desarrollo de determinadas obligaciones de información a los clientes a los que se prestan servicios de inversión, en relación con la evaluación de la conveniencia e idoneidad de los instrumentos financieros, o la Circular 1/2014, de 26 de febrero, de la CNMV, sobre los requisitos de organización interna y de las funciones de control de las entidades que prestan servicios de inversión.

En este período de crisis financiera surgen diferentes movimientos accionariales en las sociedades cotizadas que reclaman el derecho de las sociedades cotizadas a conocer la identidad de sus accionistas, a través de los registros de accionistas, frente al creciente activismo accionarial de los fondos de inversión que utilizan swaps y otros derivados financieros sobre acciones para la adquisición de participaciones indirectas no comunicadas. En España estas iniciativas se plasman en la aprobación del art. 497 en el Texto Refundido de la Ley de Sociedades de Capital en virtud de la modificación operada por la Ley 25/2011, de 1 de agosto, que incorpora la Directiva 2007/36/CE sobre el ejercicio de determinados derechos de los accionistas de sociedades cotizadas, que reconoce el derecho de las sociedades cotizadas a obtener los datos de identificación de sus accionistas a través de las entidades participantes en Iberclear¹⁰.

¹⁰ Se aceptaba así una de las recomendaciones complementarias al Gobierno formuladas en el Código Unificado de Buen Gobierno Corporativo de 2006 (Código Aldama), que recogía un sentir mayoritario de alcance más general, y que en su Recomendación Complementaria 6. recomendaba *“la modificación del Real Decreto 116/1992 para hacer plenamente efectivo para todas las sociedades cotizadas –y no sólo*

En el ámbito de la compensación y liquidación, el Reglamento (UE) 648/2012 del Parlamento Europeo de 4 de julio de 2012 relativo a los derivados extrabursátiles¹¹, las entidades de contrapartida central y los registros de operaciones (EMIR), estableció, entre otros requerimientos, la obligación de compensación centralizada de los contratos de derivados más homogéneos y estandarizados a través de entidades de contrapartida central; la obligación de implantar políticas prudenciales de mitigación del riesgo de contraparte; el deber de confirmación oportuna de las operaciones acordadas en plazos extraordinariamente cortos; la valoración diaria a precio de mercado de los derivados; y la obligación de notificar todos los contratos de derivados a registros de operaciones autorizados¹² para facilitar la transparencia de la contratación¹³.

para aquellas cuyas acciones deban ser nominativas por disposición legal- el derecho a conocer sus accionistas que les reconoce la Disposición Adicional Primera de la Ley de Sociedades Anónimas. Esta medida, al permitir que las tarjetas de asistencia se emitan por la propia sociedad cotizada -en vez de por los múltiples intermediarios financieros donde cada accionista de la sociedad tiene depositadas sus acciones- facilitará su uniformidad para cada sociedad y la administración de sus Juntas Generales”.

¹¹ DOUE L 201 de 27.07.2012.

¹² DÍAZ RUIZ, E., RUIZ BACHS, S., “Derivados OTC”, en *Observatorio sobre la reforma de los mercados financieros europeos 2010*, Madrid, 2011, Fundación de Estudios Financieros, 2011, pp. 245 a 270; DÍAZ RUIZ, E., LLUESMA, P., “EMIR, MIFIR y Dodd Frank: Un nuevo marco jurídico para los derivados OTC”, en *Observatorio sobre la reforma de los mercados financieros (2013)*, Fundación de Estudios Financieros, 2013, pp. 109 a 135; CASES, M, SÁNCHEZ MONJO, M., “Los nuevos paradigmas en el mercado de derivados resultantes del Reglamento (UE) nº 648/2012”, en *RMV*, núm. 12, 2013, pp. 143 a 168.

¹³ Los considerados del Reglamento EMIR son exponente de la necesidad sentida de una nueva regulación de las condiciones de transparencia, registro y reducción del riesgo en la contratación de OTC. En los considerados de motivación del Reglamento se denuncia en numerosas ocasiones la falta de transparencia de los contratos de derivados OTC, como las permutas financieras: “[...] *Los derivados extrabursátiles («contratos de derivados extrabursátiles»)* carecen de transparencia, pues se trata de contratos negociados con carácter privado y solo las partes contratantes disponen por lo general de información sobre ellos. Estos contratos crean una compleja red de interdependencias que puede dificultar la determinación de la naturaleza y el nivel de los riesgos en juego. Como ha demostrado la crisis financiera, esas características incrementan la incertidumbre en momentos de tensión en los mercados y, en consecuencia, comprometen la estabilidad financiera. El presente Reglamento establece condiciones con vistas a atenuar esos riesgos y a mejorar la transparencia de los contratos de derivados. (Considerando (4) EMIR); “[...] *En la cumbre de Pittsburgh, celebrada el 26 de septiembre de 2009, los dirigentes del G-20 convinieron en que para finales de 2012 todos*

Finalmente, es en esta etapa de reformas cuando en los mercados secundarios de acciones se empieza a cuestionar la legalidad societaria de los negocios jurídicos separados sobre la titularidad de las acciones que permiten, a través del préstamo de valores, los contratos de swap sobre acciones de retorno absoluto o la tenencia fiduciaria de acciones, el desdoblamiento de la titularidad de las acciones entre un titular formal, sin riesgo, que aparece como titular de los valores en el registro de anotaciones en cuenta, y un titular material o efectivo (fenómeno conocido como “decoupling”). Esta clase de negocios jurídicos produce un fuerte impacto en los esquemas de buen gobierno corporativo de las sociedades cotizadas, por la posibilidad de negociar separadamente los derechos económicos y políticos de las acciones, dando lugar a situaciones de propiedad oculta y votantes vacíos sin interés real y efectivo en el ejercicio del derecho de voto¹⁴ o en la evolución de la sociedad.

los contratos de derivados extrabursátiles normalizados deberían compensarse a través de una entidad de contrapartida central (ECC) y que los contratos de derivados extrabursátiles deberían notificarse a registros de operaciones. En junio de 2010, los dirigentes del G-20, reunidos en Toronto, reiteraron su propósito y se comprometieron asimismo a acelerar la implementación de medidas firmes con vistas a mejorar la transparencia y la supervisión reglamentaria de los contratos de derivados extrabursátiles de manera coherente y no discriminatoria a escala internacional”. (Considerando (5) EMIR); “[...] En sus Conclusiones de 2 de diciembre de 2009, el Consejo Europeo convino en la necesidad de reforzar sustancialmente la reducción del riesgo de crédito de contraparte y en la importancia de mejorar la transparencia, la eficiencia y la integridad de las operaciones con instrumentos derivados. La Resolución del Parlamento Europeo, de 15 de junio de 2010, titulada «Mercados de derivados: actuaciones futuras», abogaba por la compensación y notificación obligatorias de los contratos de derivados extrabursátiles”. (Considerando (9) EMIR).

¹⁴ El fenómeno del voto vacío ha sido analizado en sus aspectos financieros y jurídicos desde diversas ópticas. El estudio de LOSADA, R. *Activismo e ingeniería financiera: implicaciones para el gobierno de las empresas y sus accionistas*, monografías CNMV número 25, 2007, pp. 15 realiza una aproximación financiera a los incentivos de la propiedad oculta para ceder sus derechos económicos a cambio de contraprestación en los derivados financieros.

II. LOS DERIVADOS FINANCIEROS: CONCEPTO Y NATURALEZA JURÍDICA

A) CONCEPTO

La doctrina que ha analizado el concepto de los derivados financieros ha resaltado la dificultad de dar un concepto jurídico unitario y comprensivo del universo de los contratos de derivados, por la atipicidad del concepto normativo y por los numerosos tipos y subcategorías de derivados, de diferente clase, subyacente y forma de liquidación, lo que dificulta enormemente una caracterización uniforme. Este análisis se ha centrado en la definición de sus principales caracteres y finalidades como método de aproximación a la realidad de los derivados financieros¹⁵.

Está ampliamente aceptado que los derivados financieros son contratos mercantiles, bilaterales si son OTC, que facilitan la gestión del riesgo de incremento o depreciación del precio de los activos financieros sujetos a oferta y demanda¹⁶. Se trata de contratos esencialmente instrumentales para la gestión del riesgo financiero implícito en la contratación a plazo, frente a la firmeza e inmediatez de los mercados de contado. Surgen como una respuesta a la necesidad mercantil de seguridad

¹⁵ Como apunta DÍAZ RUIZ, una definición de derivados no puede ser muy precisa, porque hay numerosos derivados, con diferentes sustanciales entre sí; DÍAZ RUIZ, E., “Aspectos jurídicos de...”, *op. cit.*, pp. 61; DÍAZ RUIZ, E., “La caracterización de los derivados...”, *op. cit.*, pp. 148 y 149.

¹⁶ En el concepto “riesgo” y su cobertura se sitúa el origen de los mercados y contratos de derivados que ha facilitado al sistema financiero herramientas eficaces de gestión, FERNÁNDEZ-ARMESTO, J., “Los mercados españoles de productos derivados financieros” en AA.VV. (dirs. DÍAZ RUIZ/LARRAGA), “Los mercados españoles de productos financieros derivados”, Madrid, 1998, pp. 13 y ss.

jurídica en la contratación a plazo, minimizando el impacto de la volatilidad de las cotizaciones y el consiguiente riesgo de fluctuación del precio de los activos financieros¹⁷. Su mercantilidad por el carácter subjetivo, o por el sistema de actos de comercio del art. 2 CCom, está fuera de todo duda¹⁸.

Esta gestión del riesgo objeto de la contratación de derivados permite, en la conceptualización financiera de los derivados, la transferencia a los intermediarios financieros (bancos, empresas de servicios de inversión, entidades financieras) de las consecuencias favorables o desfavorables de la evolución de los más variados subyacentes financieros y no financieros¹⁹. Los derivados financieros pueden utilizarse así para transferir la totalidad o parte de los riesgos inherentes a la actividad económica, de aquellos agentes económicos que no están dispuestos a asumirlos, a intermediarios financieros de contrapartida, que sí lo están.

El valor de los instrumentos financieros derivados va referido a la evolución de otro activo, denominado activo subyacente, real o teórico, que en el caso de los derivados financieros es un subyacente de tipo financiero (como por ejemplo, tipos de interés, valores negociables, índices bursátiles), de carácter real (el dinero, valores negociables) o puramente teórico y nocional (por ejemplo, un índice bursátil). La tipología variada de activos subyacentes financieros hace posible la contratación derivativa, real o teórica, de tantos derivados financieros como

¹⁷ El riesgo, como indica SANZ CABALLERO, es el elemento esencial determinante de la existencia de los derivados de forma que si no hay riesgo no hay derivado financiero; SANZ CABALLERO, J.I., *Derivados Financieros*, op. cit., pp. 117 y ss.

¹⁸ MADRID PARRA, A., *Contratos y mercados de...*, op. cit., 19.

¹⁹ Sobre la función económica de los contratos de derivados es muy esclarecedora la Comunicación de la Comisión Europea de 20 de octubre de 2009, relativa a la eficiencia, seguridad y solidez de los mercados de derivados y sus actuaciones futuras.

subyacentes financieros sea posible reproducir. Se dice que la vinculación de los derivados a la evolución de los activos subyacentes de carácter real cuyo valor se referencia permite una exposición económica al activo subyacente entregable (acciones, bonos, materias primas), similar a su titularidad, sin necesidad de completar su adquisición. El valor económico del contrato para las partes derivará del valor en una fecha futura predeterminada del activo subyacente.

B) NATURALEZA JURÍDICA

Dentro de las diversas categorías de contratos mercantiles, los derivados financieros tienen el denominador común genérico de tratarse de operaciones a plazo: son contratos en cuya estructura encontramos obligaciones a plazo o a término previstas en nuestro Código Civil en el art. 1.125. En nuestro Ordenamiento mercantil es frecuente caracterizar las operaciones a plazo por contraposición a las operaciones bursátiles de los mercados de contado²⁰.

En el plano bursátil, las operaciones bursátiles a plazo están reguladas en el Reglamento de Bolsas de Comercio del Decreto 1056/1967, de 30 de junio (que aparentemente continua en vigor), que en el art. 79 del Decreto de Bolsas de Comercio las caracteriza como operaciones en las que las obligaciones recíprocas de ambos contratantes no quedan satisfechas en el día del contrato. Característica de los contratos a plazo es que las obligaciones de las dos partes quedan aplazadas a un

²⁰ SÁNCHEZ CALERO, F., *Principios de Derecho Mercantil*, (revisada por SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J.), Tomo II, 20ª edición, Aranzadi, Madrid, 2015, pp. 206.

vencimiento temporal acotado, “*siendo exigibles cuando el día llegue*” (art. 1.125 CC)²¹.

En este tipo de contratación a plazo se diferencia con nitidez el momento de perfección contractual, del momento de liquidación. El cumplimiento de la obligación de pago mediante la liquidación a futuro de la operación concertada a presente sobre un precio prefijado de contratación aporta certidumbre al empresario y facilita a las empresas la mejor gestión de su tesorería. Esta característica distingue a los contratos de derivados financieros frente a las operaciones de los mercados de contado (art. 36.1 LMV), de cumplimiento, compensación y liquidación inmediata.

El aplazamiento de la obligación fundamental de pago para las dos partes, característico en las operaciones a plazo, permite contratar la operación de derivados con una inversión inferior a la que requieren las operaciones de contado. Con una inversión inicial baja en relación al precio de contado, el efecto de apalancamiento de los contratos de derivados permiten posicionarse en un activo subyacente tomando posiciones largas o alcistas (con intención de beneficiarse de la revalorización) o cortas o bajistas (esperando beneficiarse de la bajada del precio del activo subyacente)²². El apalancamiento inherente a las posiciones en derivados

²¹ En la misma línea, v. IBAÑEZ J., “Los objetos del tráfico desarrollado en el mercado de valores”, en AA.VV. (coords. JIMENEZ SANCHEZ/DÍAZ MORENO), *La contratación en el mercado de valores*, Madrid, Marcial Pons, 2013, pp. 139; y en la misma obra colectiva, RUIZ PERIS, J.I., “Las operaciones a plazo y su financiación”, en AA.VV. (coords. JIMENEZ SANCHEZ/DÍAZ MORENO), *La contratación en el mercado de valores*, Madrid, Marcial Pons, 2013, pp. 201 a 203.

²² Los derivados cuentan con convenciones de lenguaje propias, gradualmente recogidas en disposiciones legales y reglamentarias. Este el caso de la definición relevante de las denominadas posiciones “largas” o “cortas”, cuya definición se incluye en los apartados 5. y 6. del apartado de definiciones generales de la Circular 6/2010, de 21 de diciembre, de la CNMV, sobre operaciones con instrumentos derivados de las instituciones de inversión colectiva. Con arreglo a la citada Circular, una posición larga es “*toda aquella*

permite comprar, vender o permutar a futuro sin que las partes deban realizar en el cruce de órdenes los cobros o pagos de desembolso (más allá del pago inicial y el margen de garantías financieras) hasta el vencimiento de la operación, dando lugar a la negociación de grandes volúmenes sobre el activo subyacente con una inversión sustancialmente inferior al precio de compraventa de contado del activo subyacente²³.

Las notas caracterizadoras anteriormente expuestas de los derivados financieros como instrumentos financieros subsumibles en la categoría genérica de los contratos a plazo no se ha plasmado en un concepto legal, o en una definición mercantil de los derivados financieros. La legislación comunitaria o estatal de servicios de inversión sobre instrumentos financieros no ha proporcionado un concepto o una caracterización de sus elementos comunes. En ausencia de una

operación que pueda dar lugar a la adquisición real o teórica del instrumento financiero. En concreto serán posiciones largas: Las compras al contado y a plazo, los futuros comprados, las opciones, incluyendo «warrants», «Caps» y «Floors», adquiridas de compra (compras de «Call») y las emitidas de venta (ventas de «Put»). Una posición corta es “*toda aquella operación que dé lugar a la enajenación real o teórica del instrumento financiero. En concreto serán posiciones cortas: Las ventas a plazo, los futuros financieros vendidos, las opciones, incluyendo «warrants», «Caps» y «Floors», adquiridas de venta (compras de «Put») y las emitidas de compra (ventas de «Call»), y las ventas en descubierto.*”. Completando la regulación de las posiciones cortas, los criterios interpretativos de la CNMV adoptados por acuerdo de su Comité Ejecutivo el 22 de septiembre de 2008 consideran una “posición corta” el resultado de todas las posiciones netas en distintos instrumentos financieros, incluyendo las acciones y los derivados financieros referenciados a acciones “*que supongan un efecto positivo para el titular ante descensos en el precio de las acciones sobre las que se declara la posición*”. El Reglamento Delegado 826/2012 de la Comisión de 29 de junio de 2012 por el que se completa el Reglamento (UE) n.º 236/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las normas técnicas de regulación sobre los requisitos de notificación y publicación relativos a las posiciones cortas netas, la información precisa que se facilitará a ESMA en relación con las posiciones cortas netas, y el método de cálculo del efectivo negociado para determinar las acciones exentas sobre los requisitos de notificación y publicación relativos a las posiciones cortas netas, impone la notificación de las posiciones cortas a la CNMV a partir del 0,2% del capital y al mercado a partir del 0,5%. Sobre la regulación de las posiciones cortas en acciones cotizadas, v. REDONET SÁNCHEZ DEL CAMPO, J., “Las reformas del mercado de valores”, en AA.VV. (dirs. AGÚNDEZ, M.A., MARTÍNEZ-SIMANCAS, J.), *Cuadernos de Derecho para ingenieros. Las reformas en el mercado financiero y del mercado de valores*, Las Rozas (Madrid), La Ley, 2013, pp. 209.

²³ KNOP, R., *Manual de ...*, op. cit., pp. 13 y sigs.

definición mercantil del contrato de derivados, la normativa contable se ha preocupado en la Circular 4/2004, de 22 de diciembre, del Banco de España, sobre normas de información financiera pública y reservada y modelos de estados financieros, de dar una definición y unos criterios respecto a los instrumentos financieros derivados, con objeto de facilitar a las entidades de crédito el reconocimiento contable de las operaciones de derivados en que intervienen.

Siguiendo los estándares técnicos de las NIC/NIIF, el apartado 2. de la Norma Vigésima de la Circular 4/2004, replicada posteriormente en las normas de registro y valoración del Real Decreto 1514/2007, de 16 de noviembre, por el que se aprueba el Plan General de Contabilidad define los derivados financieros como instrumentos financieros que cumplen las siguientes características: “[...] 1. *Su valor cambia como respuesta a los cambios en variables, en ocasiones denominadas activos subyacentes, tales como los tipos de interés, los precios de instrumentos financieros y materias primas cotizadas, los tipos de cambio, las calificaciones crediticias y los índices sobre ellos, siempre que cuando se trate de variables no financieras no sean específicas para una de las partes del contrato.* 2. *No requiere una inversión inicial, o esta es muy pequeña en relación a otros instrumentos financieros con respuesta similar a los cambios en las condiciones de mercado.* 3. *Se liquida en una fecha futura*”.

Un derivado sería un contrato que cumpliera las tres citadas características de volatilidad, apalancamiento y vencimiento²⁴.

²⁴ Aunque son numerosas las resoluciones judiciales que han abordado los derivados financieros, y particularmente los swaps, son muy pocas las sentencias que han entrado a analizar la naturaleza jurídica

C) FINALIDAD

Es tradicional en la doctrina la diferenciación de los contratos de derivados por su finalidad de cobertura, especulativa o de arbitraje en mercados. En su función primordial de cobertura financiera, los derivados permiten la gestión de riesgos financieros, reduciendo el coste patrimonial que para una o las dos partes supondría el incremento o la depreciación del precio de un activo subyacente. Conforme a la terminología propia de las convenciones de estos mercados, en los contratos de derivados se “compra protección” a plazo a otra contrapartida, que normalmente es una entidad financiera, que la vende, cubriendo la primera su posición frente a las oscilaciones de precio del activo subyacente de referencia. Esta función de gestión del riesgo financiero es la causa negocial principal o más frecuente en los derivados,

y los caracteres genéricos presentes en los contratos de derivados financieros. Una de ellas en la SJM núm. 1 de Las Palmas de Gran Canaria de 9 de mayo de 2011 (AC 2011/536). En esta sentencia encontramos una referencia a los caracteres de los contratos de derivados, por referencia a los caracteres de estos en las Normas Internacionales de Contabilidad (NIC núm. 32): “[...] *Un derivado es un instrumento financiero u otro contrato dentro del alcance de la norma (véanse los párrafos 2 a 7) que cumpla las tres características siguientes: a) su valor cambia en respuesta a los cambios en un determinado tipo de interés, en el precio de un instrumento financiero, en el precio de materias primas cotizadas, en el tipo de cambio, en el índice de precios o de tipos de interés, en una calificación o índice de carácter crediticio, o en función de otra variable, suponiendo, en caso de que sea una variable no financiera, que no es específica para una de las partes del contrato (a menudo denominada «subyacente»); b) no requiere una inversión inicial neta, o bien obliga a realizar una inversión inferior a la que se requeriría para otros tipos de contratos, en los que se podría esperar una respuesta similar ante cambios en las condiciones de mercado, y c) se liquidará en una fecha futura» (Norma Internacional de Contabilidad n° 39, ap. 9). «Los instrumentos financieros derivados crean derechos y obligaciones que tienen el efecto de transferir, entre las partes implicadas, en el instrumento, uno o varios tipos de riesgos financieros inherentes a un instrumento financiero primario subyacente. En su inicio, los instrumentos financieros derivados conceden a una parte el derecho contractual a intercambiar activos financieros o pasivos financieros con la otra parte, en condiciones que son potencialmente favorables, o conceden la obligación contractual de intercambiar activos financieros o pasivos financieros con la otra parte, en condiciones que son potencialmente desfavorables. [...] Puesto que las condiciones del intercambio se establecen en el momento del nacimiento del instrumento derivado, dichas condiciones pueden convertirse en favorables o desfavorables a medida que cambien los precios en los mercados financieros» (NIC n° 32, GA 16).”*

pero no la única en la medida en que los derivados son frecuentemente utilizados con finalidad puramente especulativa o de inversión.

La especulación surge cuando el precio futuro o estimado del activo subyacente no se corresponde con las expectativas que el mercado en su conjunto refleja. La actuación especulativa con derivados pretende obtener beneficios por las diferencias subjetivamente previstas en las cotizaciones futuras del precio actual del mercado de contado, basado en la toma de posiciones al alza (posición compradora) o a la baja (posición vendedora), según la tendencia esperada.

El arbitraje comprende una extensa gama de operaciones cruzadas e incluso contrapuestas o de signo contrario de operadores especializados con acceso a los mercados sobre activos cotizados en diferentes mercados, durante períodos cortos, entre las que se incluyen los arbitrajes de posiciones de futuro y contado²⁵.

III. LOS DERIVADOS FINANCIEROS COMO INSTRUMENTOS FINANCIEROS

A) APROXIMACIÓN AL CONCEPTO

Como hemos expuesto, los derivados financieros son, en su naturaleza jurídica básica, contratos: posiciones de contratación a plazo mantenidas frente a una cámara de compensación si son derivados financieros negociados en mercados secundarios o frente a una contrapartida cuando tienen naturaleza extrabursátil. El contrato de

²⁵ KNOP, R., *Manual de ...*, op. cit., pp. 38 y sigs.

derivados es el objeto de la negociación entre las partes y, al mismo tiempo, su resultado²⁶. La formalización del contrato de derivados genera un instrumento financiero reconocido como tal en la legislación del mercado de valores entre el elenco de instrumentos financieros admisibles. Se puede decir que el contrato de derivados, ya se trate de una operación a plazo, una opción o una permuta financiera, crea su propio objeto: el instrumento financiero derivado²⁷.

Bajo estas premisas, la estructura del contrato de derivados se presenta como dual, en la medida en que entraña un doble negocio jurídico en único acto. El propio contrato de derivados y el negocio jurídico de venta del instrumento financiero derivado consecuencia del mismo. Una vez contratado, el instrumento financiero derivado se desliga de la relación negocial subyacente y se somete a las normas de supervisión de los mercados financieros. Así, las vicisitudes del instrumento financiero derivado relativas a su formalización, modificación y vencimiento deben ser comunicadas a la CNMV por parte del intermediario financiero, independientemente del método, medio, mercado o sistema a través del que se hubiera ejecutado la operación (art. 59 bis LMV).

B) LA CARACTERIZACIÓN COMO INSTRUMENTOS FINANCIEROS

El concepto de instrumento financiero tiene origen comunitario. Fue la Directiva 93/22/CEE del Consejo, de 10 de mayo de 1993, de Servicios de

²⁶ DÍAZ RUIZ, E., “Aspectos jurídicos de...”, *op. cit.*, pp. 61; ZUNZUNEGUI, F., *Derecho del Mercado...*, *op. cit.*, pp. 178 y 179; TAPIA HERMIDA, A., *Derecho del Mercado de Valores*, segunda edición, Cálamo, Madrid, 2003, pp. 47 a 49.

²⁷ ZUNZUNEGUI, F., *Derecho del Mercado...*, *op. cit.*, pp. 178 y 179.

Inversión, la que instituyó la supracategoría general de los instrumentos financieros objeto de servicios de inversión, que comprendía un marco jurídico común para los valores negociables y los contratos de derivados²⁸. Posteriormente, la Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, de Mercados de Instrumentos Financieros (MiFID) mantuvo, en el supraconcepto integrador de instrumento financiero, la separación de categorías entre los contratos de derivados y los valores negociables, ampliando el elenco de contratos de derivados considerados como instrumentos financieros en la Sección C del Anexo I de la Directiva MIFID a los contratos de derivados no financieros relacionados con materias primas u otros activos subyacentes.

La distinción de categorías pasó a nuestra LMV en las reformas de la Ley 37/1998 de 16 de noviembre, de reforma de la LMV y la Ley 47/2007. Los instrumentos financieros englobarían como categorías distintas a los valores negociables susceptibles de transmisión generaliza e impersonal referidos en el art. 2.1 LMV, a los contratos de derivados relacionados en el art. 2.2 LMV relativos a *“opciones, futuros, permutas, acuerdos de tipos de interés a plazo y otros contratos de instrumentos financieros derivados relacionados con valores, divisas, tipos de interés o rendimientos, u otros instrumentos financieros derivados, índices financieros o medidas financieras que puedan liquidarse en especie o en efectivo”* (art. 2.2 LMV), y al resto de contratos de derivados referidos en los apartados 3. a 8. del art. 2 LMV, negociados o no en mercados regulados o sistemas multilaterales de

²⁸ Sobre el proceso de introducción de los instrumentos financieros en la LMV, TAPIA HERMIDA, A., *Derecho del Mercado...*, op. cit., pp. 45 a 49; SANCHEZ ANDRÉS, A., “Valores negociables, instrumentos financieros y otros esquemas contractuales de inversión”, en *RDBB* núm. 99, 2005, pp. 31 y ss; DÍAZ RUIZ, E., “Aspectos jurídicos de...”, op. cit., pp. 61.

negociación²⁹. El listado de instrumentos derivados del art. 2 LMV fue replicado, a efectos de la regulación normativa de las técnicas de reducción del riesgo de contraparte a través de acuerdos de compensación contractual, en la Norma Septuagésima (*Tipos de derivados*) de la Circular 3/2008, de 22 de mayo, del Banco de España, a entidades de crédito, sobre determinación y control de los recursos propios mínimos.

En ninguna de las anteriores disposiciones el legislador incluyó una definición de instrumento financiero³⁰. La técnica comunitaria y estatal optó por la enumeración de los distintos tipos de instrumentos financieros con arreglo a un sistema de lista, pero se abstuvo de dar una definición de los caracteres propios y comunes de la supracategoría genérica de los instrumentos financieros. Ha sido en fecha relativamente reciente cuando el legislador ha incluido una definición general de los instrumentos financieros en una disposición mercantil, de naturaleza no contable. Así, la Norma 1.^a de la Circular 6/2010, de 21 de diciembre, de la CNMV, sobre operaciones con instrumentos derivados de las instituciones de inversión colectiva, incluye una definición general de los instrumentos financieros, a los que caracteriza de forma ambivalente como *“el conjunto de contratos o valores que coincidan en todas y cada una de sus características en cuanto a su emisor o contrapartida, flujos de pagos, vencimiento, divisa de denominación, subyacente y precio de ejercicio. Un instrumento*

²⁹ SANCHEZ ANDRÉS, A., “Valores negociables, instrumentos...”, op. cit., pp. 32 y ss.

³⁰ Como apunta DÍAZ RUIZ, solo la doctrina que se ha ocupado específicamente de los contratos de derivados ha intentado aproximarse a su naturaleza jurídica en aras a precisar una definición inclusiva, ya que ni la normativa comunitaria ni la normativa española vigente creyeron necesario definir los instrumentos financieros. Esta ausencia de definición no debe generar extrañeza, pues como apunta el autor son tantas las variaciones, subyacentes y formas de contratar los derivados en sus múltiples manifestaciones y clases, que cualquier definición o clasificación únicamente podría tomar en consideración aspectos parciales; DÍAZ RUIZ, E., “La caracterización de los derivados...”, op. cit., pp. 149.

financiero podrá ser tanto un instrumento derivado como un activo financiero cubierto.”

La inclusión de los contratos de derivados en el ámbito de aplicación del mercado de instrumentos financieros se puede considerar como una opción de política legislativa del legislador comunitario y estatal, que perseguía la supervisión de la contratación de instrumentos financieros derivados³¹, plenamente justificada por su mayor complejidad y el diferente estatuto jurídico, régimen de transmisión y finalidad de los derivados frente a los valores negociables³².

C) DIFERENCIAS CON LOS VALORES NEGOCIABLES

Los elementos diferenciales tan nítidos en la delimitación actual entre los valores negociables y los instrumentos financieros derivados quizás no lo eran tanto al tiempo de la reforma de la Ley 37/1998 que introdujo el supraconcepto de instrumento financiero, cuando todavía no era tan relevante la expansión y los volúmenes de contratación de los instrumentos financieros derivados de naturaleza extrabursátil.

³¹ La intención del legislador fue muy clara: incluir en el ámbito de supervisión todos los derivados con subyacente financiero o no financiero, ya sean negociados en mercados o de tipo extrabursátil, para realizar la actividad de supervisión de los mismos, v. ZUNZUNEGUI, F., *Derecho del Mercado Financiero*, op. cit., pp. 180.

³² Sobre la delimitación del concepto de valor y su relación con los instrumentos financieros, resultan de interés los trabajos de SANCHEZ ANDRÉS, A., “Valores negociables, instrumentos...”, *op. cit.*, pp. 34; RECALDE CASTELLS, A. “Acotación del Derecho de los mercados de “valores” y de “instrumentos financieros”, en tiempos de cambio (supervisión, transparencia y nuevos productos financieros)”, en *RDBB*, núm. 118, pp. 9 y ss.

1. *Contenido*

Los valores negociables son “*derechos de contenido patrimonial*” (art 2.1 LMV) agrupados en emisiones, susceptibles de titularidad dominical y otros derechos reales propios del Derecho de cosas, bajo formato desmaterializado de anotación en cuenta. En su configuración jurídica, la categoría de los derivados financieros OTC no es mobiliaria, sino que tiene contenido obligacional y pertenece al Derecho de obligaciones, subsumible en la categoría de las obligaciones a plazo o a término del art. 1.125 CC. Del contrato de derivados surgen derechos de crédito, que pueden ser recíprocos o no, a exigir el pago de una prestación de dar dinero, bienes o instrumentos financieros en las fechas de liquidación preestablecidas, o al vencimiento del contrato.

2. *Transmisibilidad*

En lo que respecta a su transmisibilidad, ambas modalidades de instrumentos financieros cuentan con un régimen de transmisión esencialmente diferente. Los valores negociables son derechos libremente transmisibles en los mercados secundarios mediante la inscripción contable de la transferencia conforme al art. 13 del Real Decreto 116/1992 de 14 de febrero, sobre representación de valores por medio de anotaciones en cuenta y compensación y liquidación de operaciones, hasta el punto que la libre transmisibilidad sin restricciones es un requisito de idoneidad para la admisión a negociación de los valores negociables en mercados secundarios³³.

³³ La libre transmisibilidad, como condición jurídica de idoneidad de los valores negociables admitidos a negociación, se recoge en el art. 9 del Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre, por

Por el contrario, los instrumentos financieros derivados no son susceptibles de transmisión de forma generalizada e impersonal (salvo en el caso de los futuros y de las opciones negociados en mercados regulados), sino a través de los mecanismos de la cesión singular de posición contractual del Derecho común, mediando nuevo convenio entre el cedente, el cesionario y el deudor cedido³⁴. Falta la nota de negociabilidad propia de los valores negociables, que no se da en todo el universo de los derivados de naturaleza OTC, sin duda los más extendidos e importantes en volumen y riesgo.

3. Tipo de contratación: normalizada o extrabursátil

Esta contratación de instrumentos financieros derivados tiene lugar, de forma directa y bilateral entre las partes en el caso de los contratos de derivados extrabursátiles, y en mercados regulados para los derivados negociados de carácter normalizado. La contratación en mercados regulados se produce preceptivamente a través de intermediarios financieros que son miembros del mercado hasta el punto que este es un requisito esencial de validez del negocio, sometiéndose las partes del contrato a las condiciones de contratación y al reglamento del mercado en cuestión como norma

el que se desarrolla parcialmente la Ley del Mercado de Valores en la transposición de la Directiva 2003/71/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 4 de noviembre de 2003, sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores, que establece que “*Los valores deben ser libremente transmisibles. Se considerará que los valores son libremente transmisibles siempre que no existan restricciones en los estatutos del emisor o en el acuerdo de emisión de los valores. Se considerará que los valores parcialmente desembolsados cumplen dicha condición si, a juicio de la CNMV, la transmisibilidad de dichos valores no está restringida y los inversores disponen de toda la información necesaria para que su negociación se realice de una manera transparente*”.

³⁴ DÍAZ RUIZ, E., “La caracterización de los derivados...”, *op. cit.*, pp. 149.

de ordenación y disciplina obligatoria en la contratación. Es una contratación estandarizada, gestionada mediante anotaciones en cuenta en registros contables, en base a condiciones normalizadas de contratación que regulan la perfección del contrato, la intervención de un miembro del mercado, la prestación de garantías diarias, la contrapartida central de la Sociedad Rectora, etc. La titularidad del contrato se refleja mediante registro contable.

Frente a la negociabilidad de los derivados bursátiles, la contratación de derivados financieros OTC es extrabursátil y fuera de los mercados regulados. Se conduce a través de los acuerdos marco de compensación contractual previstos en el RDLACC, que hacen las veces de contratos normativos, evitando a las partes la negociación de los términos y condiciones de carácter no económico. La contratación OTC se liquida bilateralmente entre las partes al margen del mercado, sin intervención, salvo en el caso de los derivados OTC más estandarizados, de una cámara de compensación que asegure el cumplimiento de las obligaciones de entrega de la operación.

4. *Complejidad*

En su categorización como instrumento financiero, se ha señalado también la diferente complejidad de uno y otro instrumento financiero en el sistema de clasificación de instrumentos financieros por riesgo (art 79 bis. 8 LMV), que redundará en la menor o mayor protección en la contratación. Los valores negociables son instrumentos financieros simples y de fácil discernimiento para los inversores, considerados no complejos. Los contratos de derivados son identificados como

instrumentos financieros de especial complejidad en la LMV cuya contratación, incluso entre partes profesionales, activa normas de conducta de diligencia y transparencia en la contratación a cargo del intermediario financiero que facilita la cobertura financiera.

5. *Existencia o ausencia de causa de financiación*

Finalmente, se ha apuntado la distinta finalidad como otro rasgo diferenciador entre los valores negociables y los contratos de derivados. Las acciones y los valores de renta fija agrupados en emisiones admitidas a negociación generan negocios de emisión y captación de recursos propios o ajenos en el mercado primario de emisiones, con evidente causa de financiación. La liquidez y negociabilidad de los valores negociables es óptima para apelar al ahorro público a través de la colocación de emisiones de acciones o deuda con arreglo a los procedimientos de emisión en el mercado (art. 25 LMV).

Por el contrario, la finalidad común y genérica a todo contrato de derivados, ya sea de cobertura, inversión o arbitraje, es la gestión del riesgo de mercado intrínseco en la contratación a plazo. Por ello, incluso cuando se trate de derivados negociados en mercados regulados, los instrumentos financieros derivados no pueden conceptuarse como negocios con causa de financiación, ni su finalidad es la de procurar recursos de financiación³⁵.

IV. TIPOLOGÍA DE INSTRUMENTOS FINANCIEROS DERIVADOS

³⁵ IBAÑEZ, J., *El contrato de instrumentos...*, op. cit., pp. 55-56.

Aun cuando el objeto de nuestro estudio es el análisis del contrato de swap sobre acciones o índices bursátiles sin mayor incidencia en otras clases de derivados financieros, resulta conveniente analizar las principales clases de derivados financieros, de cara a la caracterización posterior del contrato de swap y sus semejanzas o diferencias con las otras categorías negociales de derivados financieros. Siguiendo esquemas aceptados, podemos actualizar la clasificación tipológica de los instrumentos financieros derivados por su activo subyacente, por su tipología, por su negociabilidad, por la forma de liquidación y por el tipo de contraparte o cliente interesado en la contratación del derivado.

A) POR EL ACTIVO SUBYACENTE: FINANCIERO Y NO FINANCIERO

Por el distinto tipo de activo subyacente al que van referidos, los contratos de derivados pueden referenciar subyacentes financieros (renta variable de acciones o índices, tipos de interés, divisas, etc.) o no financieros (materias primas, variables climáticas, etc.). Los derivados referidos a subyacentes de naturaleza financiera, como la renta variable, son los analizados en nuestro estudio. Se distinguen por estar referenciados a la evolución del precio de los activos subyacentes de naturaleza financiera, como las acciones, los índices bursátiles, las divisas, los tipos de interés, otros rendimientos o instrumentos financieros derivados, otro tipo de índices financieros o medidas financieras³⁶. Los contratos de derivados relacionados con activos subyacentes de tipo financiero se recogen expresamente en el art. 2.2 LMV.

³⁶ DÍAZ RUIZ. E., “La caracterización de los derivados...”, *op. cit.*, pp. 149.

Por contraposición, en los arts. 2.4 y 2.5 LMV se reconocen como contratos de derivados de subyacente no financiero “*a los contratos de opciones, futuros, permutas y otros contratos de instrumentos financieros derivados relacionados con materias primas*” ya se contraten directamente o en mercados regulados o sistemas multilaterales de negociación, que puedan liquidarse en especie o mediante entrega física, y en el art. 2.8 de la LMV se reconocen los derivados no financieros relacionados o referidos a variables climáticas, gastos de transporte, autorizaciones de emisión o tipos de inflación u otras estadísticas económicas oficiales. Este tipo de derivados referenciados a un activo no financiero siguen siendo instrumentos financieros incluidos en el ámbito de aplicación de la LMV.

B) POR LA CATEGORÍA CONTRACTUAL: CONTRATOS A PLAZO, OPCIONES Y PERMUTAS FINANCIERAS

Los contratos a plazo (“forward”), las opciones y las permutas financieras son las tres categorías contractuales principales de derivados financieros. En esencia, estos contratos permiten realizar operaciones de compra, venta o permuta financiera referidas a la oscilación del precio de los más diversos tipos de activo subyacente, prefijando de antemano en la fecha de contratación el precio de liquidación de la operación aplicable en las sucesivas liquidaciones, o al vencimiento del contrato. Sobre estas tres figuras contractuales han evolucionado otros contratos de derivados a disposición de los inversores, como las operaciones de cobertura con techo (“cap”) o suelo (“floor”), los depósitos estructurados u otros productos cotizados como los *warrants*, los certificados o los bonos estructurados, verdaderos valores negociables reconocidos en la LMV y admitidos a negociación en segmentos específicos. Esta

última categoría de productos estructurados, a medio camino entre el valor negociable y el contrato de derivado, generalmente incorpora un derivado implícito en su estructura. Analizamos a continuación las tres categorías negociales mencionadas.

1. Contratos a plazo

Un contrato a plazo es un compromiso en firme de compraventa en virtud del cual una parte vende y otra compra un activo financiero a plazo, real o teórico, fijando en la fecha de contratación el precio al que se liquidará la operación en efectivo o en especie en la fecha de vencimiento del contrato. En los casos en que la liquidación es en especie, la parte que adopta la posición compradora en el instrumento financiero contrae la obligación incondicional de pagar el precio del activo subyacente contra la entrega del mismo al precio prefijado, asumiendo las eventuales pérdidas incorporadas en el activo sobre el precio de referencia inicial. Si la liquidación es en efectivo, una parte asume la obligación de pagar a la otra las ganancias o, en su caso, de reembolsar las pérdidas del precio del subyacente desde la fecha de contratación, en función de la revalorización o el descenso del precio del subyacente o referencia desde la fecha de la operación³⁷.

Los contratos a plazo negociados en un mercado regulado son los futuros³⁸. Si el contrato es extrabursátil, se trata de operaciones a plazo o “forward”. En estos contratos, las partes contratantes no realizan el desembolso del precio de compraventa hasta la

³⁷ DÍAZ RUIZ, E., “Aspectos jurídicos de...”, *op. cit.*, pp. 61.

³⁸ MADRID PARRA, A., *Contratos y mercados de...*, *op. cit.*, 18 y ss.; CONTRERAS, A., *El contrato de futuros...*, *op. cit.*, pp. 30 y ss.

fecha de vencimiento de la operación, aunque pueda exigirse un depósito compensable de las garantías financieras dinerarias de margen, requeridas por parte de la cámara de compensación correspondiente en los contratos de futuros negociados. Estas garantías financieras están sujetas a variación en cada sesión del mercado, en función de la oscilación de precio del subyacente. En los contratos a plazo OTC el vendedor del contrato a plazo también puede exigir una garantía dineraria, aunque se da más plazo para la reposición de las garantías financieras.

Los contratos a plazo son contratos mercantiles de carácter bilateral que generan instrumentos financieros derivados ampliamente reconocidos en diferentes subclases y sobre diversos subyacentes en el art. 2 de la LMV. Su naturaleza jurídica es la de contratos mercantiles de derivados, autónomos, no condicionales, complejos, reconducibles en su contenido obligacional a los esquemas del contrato de compraventa a término de los arts. 1.125 a 1.129 CC y a las operaciones a plazo del art. 79 del Decreto 1506/1967 de Bolsas de Comercio. Siendo operaciones a plazo, las obligaciones recíprocas de compra y venta de los contratantes a plazo se consideran ciertas en el sentido del art. 1.443 CC desde la fecha de contratación, aunque no queden cuantificadas las prestaciones ni sean satisfechas hasta el vencimiento del plazo convenido.

En función de su carácter negociado o extrabursátil, los contratos a plazo pueden tener tipificación normativa o ser atípicos. Los contratos de futuros negociados en MEFF se regulan en el Real Decreto 1282/2010 y en las disposiciones del Reglamento del mercado, MEFF Exchange. Por el contrario, los contratos a plazo extrabursátiles son contratos no formales que se rigen por las normas de conducta de la LMV para la

contratación y supervisión del instrumento financiero y por los pactos, términos y condiciones convenidos por las partes al amparo del art. 1.255 CC. Cuando no son negociados, las partes documentan la operación acudiendo a los contratos marco de operaciones financieras de las asociaciones profesionales, como el Contrato Marco CMOF de la Asociación Española de Banca (AEB) y la Confederación Española de Cajas de Ahorros (CECA)³⁹, el Contrato Marco de ISDA⁴⁰ o el Contrato Marco Europeo de FBE⁴¹.

2. *Opciones*

Las opciones financieras son contratos de derivados que otorgan a una de las partes el derecho, pero no la obligación, de comprar o de vender un activo subyacente a un precio determinado, durante un plazo temporal establecido o en una fecha determinada de vencimiento. A cambio del cobro de una prima de opción, el concedente de la opción se obliga en favor del optante a comprar o vender el activo subyacente

³⁹ La Asociación Española de Banca (AEB) es la asociación profesional que agrupa los bancos españoles y extranjeros que operan en España. Una de las funciones de la AEB es la normalización de los procedimientos operativos a utilizar en las relaciones interbancarias, especialmente en el ámbito de la compensación de medios de pago y valores. La AEB, junto con la CECA, elabora y actualiza el “Contrato Marco de Operaciones Financieras” (CMOF), de utilización preferente en los contratos de derivados financieros sujetos a ley española, cuya última versión disponible es de 1 de noviembre de 2013.

⁴⁰ ISDA, acrónimo de “International Swaps and Derivatives Association”, es una organización profesional internacional que agrupa a los mayores operadores sobre instrumentos financieros derivados. El objetivo principal de ISDA es establecer un marco de referencia en la operativa de los instrumentos financieros derivados mediante contratos marco estándar. El “Master Agreement” de ISDA es un acuerdo marco de compensación contractual normalizado que se utiliza de forma habitual en operaciones financieras con instrumentos derivados en los mercados internacionales. Se trata del contrato marco de operaciones financieras más extendido. ISDA ofrece un modelo de contrato sometido al Derecho de Nueva York, dos modelos sometidos a Derecho inglés, y un cuarto modelo sujeto a Derecho japonés.

⁴¹ FBE es el acrónimo de Federación Bancaria Europea. La FBE agrupa las asociaciones bancarias nacionales de 32 países europeos, que representan aproximadamente 4.500 bancos. Esta asociación elabora el modelo de Contrato Marco Europeo, que cuenta con una versión disponible en castellano.

sobre el que está denominado la opción, al precio de ejercicio⁴². En las opciones de estilo europeas el ejercicio de la opción solo es posible en la fecha de vencimiento, mientras que en las opciones de estilo americanas el ejercicio es posible en cualquier momento hasta la fecha de vencimiento.

A diferencia de los contratos a plazo, en el contrato de opción solo el adquirente de la misma puede decidir la ejecución del contrato, soportando la otra parte los riesgos de la posición abierta sobre el activo subyacente⁴³. El anexo de definiciones del Contrato Marco CMOF de AEB-CECA define el contrato de opción como la operación por la cual una de las partes, el comprador de la opción, mediante el pago de una prima a la otra parte, adquiere el derecho, pero no la obligación, de comprar (“call”) o vender (“put”) el activo subyacente al precio de ejercicio pactado en una fecha futura. El comprador de la opción ejercitará la opción si esta tiene valor intrínseco positivo al vencimiento, independientemente de que la operación se liquide mediante entrega o por diferencias.

Al igual que los contratos a plazo, los contratos de opción son instrumentos financieros derivados, principales y autónomos, típicos en su reconocimiento legislativo en la normativa reguladora del mercado de valores. En la clasificación de instrumentos financieros se consideran instrumentos complejos (art. 79 bis LMV).

⁴² DÍAZ RUIZ, E., “Las opciones financieras OTC”, en *Estudios jurídicos sobre derivados financieros*, ALONSO LEDESMA, C./ALONSO UREBA, A., (dirs), Civitas, Cizur Menor, 2013, pp. 391 y ss; DÍAZ RUIZ, E., “Aspectos jurídicos de...”, *op. cit.*, pp. 71 y ss.

⁴³ Para DÍAZ RUIZ, el carácter bilateral del contrato está fuera de toda duda, pues se entiende que el concedente de la opción no se obligará a celebrar en el futuro el contrato subyacente a elección del optante si éste primeramente o de forma simultánea a la concesión de la opción no ha comprometido o cumplido el pago de la prima de opción; DÍAZ RUIZ, E., *Las Opciones Financieras*, *op. cit.*, pp. 392.

Cuando van referidos a un subyacente financiero, se recogen en el art. 2.2 de la LMV. Si se trata de opciones referenciadas a subyacentes no financieros, tienen tipificación de reconocimiento en los arts. 2.3, 2.4, 2.5 y 2.8 de la LMV. En su caracterización jurídica, la doctrina especializada los considera contratos mercantiles autónomos y bilaterales, incluso aunque sea necesario una nueva declaración de voluntad tendente a la entrega del activo subyacente o al pago del precio mediante el ejercicio de la opción⁴⁴.

Dependiendo de su carácter negociado o extrabursátil, el contrato de opción financiera tiene carácter típico o es atípico. Los contratos de opción normalizados que se contratan y negocian a través del mercado secundario oficial español MEFF se rigen por el art. 59 de la LMV, el Real Decreto 1282/2010 y por las disposiciones del Reglamento de Mercado MEFF Exchange que tienen carácter de normas de ordenación y disciplina del mercado. Las condiciones generales de MEFF Exchange admiten la contratación de opciones financieras referidas al valor de las acciones y los índices financieros.

En cuanto a los derechos y obligaciones, las opciones financieras OTC se rigen por los pactos, términos y condiciones convenidos por las partes, acogándose en su formalización a los modelos de confirmación y acuerdos de compensación contractual del tipo CMOF de AEB-CECA, el Contrato Marco de ISDA u otros convenios marco.

⁴⁴ DÍAZ RUIZ, E., *Las opciones financieras*, op. cit., pp. 396.

3. *Permutas financieras*

El contrato de permuta financiera es un contrato mercantil de derivados, de carácter atípico, en virtud del cual dos partes acuerdan intercambiar flujos de efectivo sobre un importe nominal a intervalos regulados de tiempo durante un periodo dado, pudiendo tomar como variables para formalizar dicho intercambio la cotización de tipos de interés, divisas, materias primas, acciones, etc. Los contratos de permuta financiera, en las modalidades del swap sobre acciones o índices, son el objeto de nuestro estudio en los siguientes capítulos en los que analizamos la conceptualización general del swap y la modalidad del contrato de permuta financiera referenciado a acciones o índices.

C) POR LA FORMA DE LIQUIDACIÓN: POR DIFERENCIAS O EN ESPECIE

Al cumplimiento de las obligaciones de pago de los contratos de derivados se alude habitualmente utilizando el término liquidación, recogido en la propia LMV. El concepto de liquidación es multívoco, con diferentes significados relacionados con el pago de obligaciones de dar efectivo o valores, que pueden variar según el contexto. Hace referencia al conjunto de actuaciones procedimentales de determinación de la deuda de las partes; a la obligación de pago en cada liquidación o al vencimiento; y a los propios actos de determinación final para el pago al vencimiento normal o anticipado. La propia LMV, uno de cuyos objetivos es la regulación de los sistemas de liquidación de instrumentos financieros, contiene en su articulado diferentes acepciones de la liquidación de los contratos de derivados. Se refiere con carácter general a los sistemas de liquidación, en el art. 2.2, como de

liquidación en efectivo o en especie. A la liquidación en especie se refiere, con otra denominación en el art. 53.3 LMV cuando admite la liquidación basada en la entrega física de los valores subyacentes. La operativa de liquidación es realizada por el intermediario financiero que asume la condición de agente de cálculo en el contrato.

En su estructura de liquidación, los contratos de derivados financieros pueden ser liquidados por diferencias en efectivo (“cash-settlement”) o en especie por entrega física del activo subyacente (“physical settlement”). Esta última modalidad de liquidación solo es factible si el activo subyacente tiene carácter real y no teórico. Ambas modalidades de liquidación están reconocidas en el artículo 2.2 de la LMV y aplican tanto si el derivado es negociado en un sistema de compensación como si es extrabursátil.

La liquidación de los derivados en efectivo faculta a una de las partes a obtener el crédito dinerario positivo calculado como la diferencia entre el precio de liquidación y el precio de referencia inicial del activo subyacente establecido en la fecha de contratación. La liquidación en especie de los contratos de derivados, también denominada mediante entrega, permite la adquisición del activo que constituye el subyacente del derivado (valores, bonos, etc.). En la liquidación en especie, el activo subyacente puede ser adquirido a menor precio por parte de quien se beneficia de la revalorización experimentada desde la fecha de contratación, o a mayor precio por quien asumiendo la pérdida de la diferencia, adquiere el activo subyacente al precio de contratación inicialmente establecido y adicionalmente ha de reembolsar las pérdidas a la contraparte.

A título de ejemplo, son activos reales susceptibles de transmisión en especie los valores negociables. Son liquidables por diferencias, exclusivamente en efectivo, los contratos de derivados referenciados a índices bursátiles, pues este último tipo de subyacente sirve de referencia técnica de cotización que no puede ser materialmente liquidado en especie, dado su carácter no fungible.

Frente a las dos modalidades clásicas de liquidación, la innovación financiera de los instrumentos financieros referenciados a acciones ha desarrollado en las estructuras documentales de los acuerdos marco una tercera opción de liquidación, combinación de las otras dos: la liquidación alternativa en efectivo o en especie, a discreción del titular del instrumento financiero. Como puede colegirse, no es una modalidad de liquidación en el sentido propio del término. Se refiere al derecho electivo del titular del instrumento financiero, normalmente el comprador del mismo, a optar por uno u otro sistema de liquidación al vencimiento, imponiendo la forma de liquidación a la contraparte. Es una modalidad de liquidación habitual en los derivados financieros referenciados a acciones que admiten la liquidación mediante entrega de los valores, como los swaps sobre acciones, los contratos a plazo, o las opciones. El art. 53.3 LMV, en la reforma operada a dicho artículo en virtud de la Ley 11/2015, de 18 de junio, de recuperación y resolución de entidades de crédito y empresas de servicios de inversión, menciona expresamente esta modalidad cuando se refiere al deber de notificación de las participaciones significativas indirectas de los instrumentos financieros que confieren el “*derecho incondicional o la facultad discrecional*” a adquirir acciones.

D) POR LA FORMA DE CONTRATACIÓN: NEGOCIADOS O EXTRABURSÁTILES

Por la forma de contratación, los instrumentos financieros derivados pueden contratarse en mercados regulados o de forma extrabursátil, fuera del mercado (OTC). Los derivados financieros negociados en sistemas organizados son los futuros y las opciones. Pueden ser adquiridos, negociados y liquidados en mercados regulados como contratos registrados y anotados en cuenta, con su correspondiente código de identificación ISIN asignado, en base a condiciones de contratación estandarizadas y aprobadas del Reglamento del Mercado correspondiente⁴⁵.

Frente a la contratación normalizada, los contratos de derivados OTC se caracterizan en el art. 2 del Regl. EMIR por ser contratos de naturaleza extrabursátil cuya ejecución tiene lugar fuera de un mercado regulado. La contratación OTC es consensual y al margen del mercado, privada, bilateral y a medida de las partes, que deberán formalizar los correspondientes documentos de confirmación de la operación contratada, así como el contrato marco de operaciones financieras que sirva de soporte a la liquidación de saldos mediante compensación convencional. Además del alea económico implícito de oscilación del precio del subyacente, en la contratación extrabursátil las partes asumen un riesgo de contraparte al no haber una cámara de compensación que case la operación y garantice su ejecución a vencimiento. Por su

⁴⁵ Corresponde a los miembros del mercado secundario español de futuros y opciones financieros, MEFF Exchange, celebrar con los clientes los oportunos contratos que regulen la actuación del miembro en el mercado por cuenta de sus clientes y los derechos y obligaciones que para ambos se derivan de tal actuación al amparo de lo previsto en el artículo 59 de la LMV, el Real Decreto 1282/2010 y el art. 4 del Reglamento de Mercado. MEFF EXCHANGE asegura por medio de la entidad de contrapartida central BME CLEARING la contrapartida de los contratos que emita y estén previstos en sus condiciones generales.

carácter no negociable, las posiciones derivadas de los contratos de derivados OTC no son libremente transmisibles o susceptibles de tráfico generalizado e impersonal. La cesión de la posición contractual a otras partes requiere un acuerdo previo entre el cedente, el deudor cedido y el cesionario y solo puede articularse conforme a las reglas sobre la cesión de contratos.

Los contratos de derivados OTC representan el mayor volumen en la contratación de derivados financieros, tanto en número de operaciones como en riesgo. Este desarrollo masivo de la contratación fuera del mercado ha transformado la operativa de contratación OTC, desde contratos negociados a estructuras de negociación masiva, con la posibilidad de propagación de los riesgos. Por ello, el Regl. EMIR ha establecido requerimientos relevantes en materia de compensación y gestión bilateral del riesgo para los contratos de derivados extrabursátiles, estableciendo como obligación fundamental la compensación de los derivados de carácter más estandarizado, así como el registro de los contratos de derivados en repositorios autorizados para recopilar y conservar de forma centralizada las inscripciones de derivados.

E) POR EL TIPO DE CONTRAPARTE: CONTRAPARTE ELEGIBLE, PROFESIONAL O CLIENTE MINORISTA

En el plano subjetivo, la contratación de derivados financieros puede tener lugar entre contrapartes elegibles, o entre un intermediario financiero y una contraparte profesional o minorista. La clasificación ha sido introducida por la Ley 47/2007 de reforma de la LMV que traspuso la Directiva MiFID, y desarrollada posteriormente en el Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, sobre el régimen

jurídico de las empresas de servicios de inversión y en la Guía de la CNMV de catalogación de los instrumentos financieros de 14 de octubre de 2010⁴⁶. Es una distinción fundamental en el marco actual de los mercados de instrumentos financieros, ya que dependiendo de la clasificación del cliente como contraparte elegible, cliente profesional o cliente minorista se determina el grado de protección dispensado al comprador del instrumento derivado en todo lo referente a la normas de conducta de diligencia y transparencia en la contratación.

Son contrapartes elegibles los grandes inversores institucionales, tales como empresas de servicios de inversión, entidades de crédito, entidades aseguradoras, instituciones de inversión colectiva y sus sociedades gestoras, fondos de pensiones y sus sociedades gestoras, otras entidades financieras autorizadas o reguladas por la legislación comunitaria o por el derecho nacional de un Estado miembro, gobiernos nacionales, Bancos Centrales y organismos supranacionales (art. 78 ter.1 LMV). Su concepto es equivalente, aunque excluyendo a gobiernos y organismos supranacionales, al de contraparte financiera que encontramos en el apartado 8. del art. 2 del Regl. EMIR⁴⁷. El grado de protección en la contratación de instrumentos

⁴⁶ V. TAPIA HERMIDA, A., “Publicación por la CNMV de una Guía sobre Catalogación de los Instrumentos Financieros como Complejos o No Complejos”, en *RDBB* núm. 120, 2010, pp. 292-293.

⁴⁷ Conforme al art. 2 del Reglamento EMIR, una contraparte financiera es una empresa de inversión autorizada de conformidad con la Directiva 2004/39/CE, una entidad de crédito autorizada de conformidad con la Directiva 2006/48/CE, una empresa de seguros autorizada de conformidad con la Directiva 73/239/CEE, una empresa de seguros autorizada de conformidad con la Directiva 2002/83/CE, una empresa de reaseguros autorizada de conformidad con la Directiva 2005/68/CE, un OICVM), y si procede, su sociedad de gestión, autorizado de conformidad con la Directiva 2009/65/CE, un fondo de pensiones de empleo tal como se define en el artículo 6, letra a), de la Directiva 2003/41/CE y un fondo de inversión alternativo gestionado por GFIA autorizados o registrados de conformidad con la Directiva 2011/61/UE. Las contrapartes no financieras son las empresas establecidas en la Unión distintas de las entidades anteriores (art. 2.9 EMIR).

financieros de las contrapartes elegibles es bajo, debido a su conocimiento de los mercados.

Son clientes profesionales aquellos a quienes se presume la experiencia, conocimientos y cualificación necesarios para tomar sus propias decisiones de inversión y valorar correctamente sus riesgos (art. 78 bis.2 LMV). Finalmente, son clientes minoristas, aquellos clientes que no sean categorizados como clientes profesionales, incluyendo en este grupo a todas las personas físicas y jurídicas que, de acuerdo con la Directiva MiFID, no puedan ser consideradas como profesionales o contrapartes elegibles.

V. LA CONFIGURACIÓN JURÍDICA DE LOS CONTRATOS DE DERIVADOS: LOS CONCEPTOS DE “COMPRAVENTA DE PROTECCIÓN” Y “DEUDA DE VALOR”

La volatilidad a que están expuestos los mercados en los que se negocian activos financieros comporta la necesidad de las empresas y agentes económicos de cubrir sus posiciones. Para las empresas, los instrumentos financieros derivados son herramientas que permiten mitigar los riesgos del mercado de forma eficaz y con seguridad jurídica. Para las entidades financieras que actúan de contrapartida, los derivados financieros suponen una fuente de ingresos notable prestando servicios de inversión con el ofrecimiento de instrumentos financieros de cobertura de riesgos. Con independencia de cuál sea la motivación subjetiva que lleva a las partes a formalizar una operación concreta, la gestión del riesgo intrínseco en toda

contratación a plazo está siempre presente para la parte que compra un derivado a la parte que puede ofrecer la cobertura.

A este respecto, se ha afirmado que en la gestión del riesgo del plazo reside el interés contractual o finalidad económico-social de los contratos de derivados. La unidad de causa vertebraría los contratos de derivados, que en todas sus manifestaciones presenta una disparidad notable de caracteres. Los conceptos de “compraventa de protección” y de “deuda de valor” que a continuación analizamos son construcciones de la moderna doctrina que han servido para perfilar la configuración jurídica de los contratos de derivados, soslayando la dificultad de dar una caracterización unitaria.

A) LA COMPRA DE PROTECCIÓN

La doctrina que ha analizado el fenómeno de la innovación financiera ha destacado el desarrollo de los instrumentos financieros derivados como contratos de protección de riesgos⁴⁸. Es esta una aproximación de tipo financiero basada en la necesidad de cobertura del precio de los activos financieros. Los contratos de derivados desempeñan un papel beneficioso en la economía financiera al permitir la transferencia de riesgos financieros de aquellos agentes que no están dispuestos a asumirlos a otros que sí lo están⁴⁹. A partir de la institución del contrato de

⁴⁸ Sobre el concepto de protección de riesgos en los contratos derivados, GÓMEZ JORDANA. I., “Contratos mercantiles atípicos floors, caps y collars (Gestión y cobertura de los tipos de interés)”, en *RDBB* núm. 45, 1992, pp. 188-190; SANZ CABALLERO, J.I., *Derivados Financieros*, op. cit., pp. 225; IBÁÑEZ, J., *El contrato de instrumentos...*, op. cit., pp. 57.

⁴⁹ La importante función de gestión de riesgos de los contratos derivados ha sido subraya en los preámbulos introductorios y exposición de motivos de las Comunicaciones, Directivas y

compraventa, la transferencia de los riesgos se vehiculiza a través de contratos de derivados.

Con la contratación de una operación de derivado, la parte compradora de protección neutraliza el riesgo de fluctuación del subyacente en la operación. A cambio del pago de una prima en efectivo, la parte vendedora de protección asume el riesgo subyacente como propio y se compromete a pagar al comprador, cualquiera que sea la forma de liquidación, la diferencia de valor del precio del activo subyacente en el período de referencia transcurridos entre la fecha de contratación y la fecha de liquidación. El intermediario vendedor de protección, en una serie infinita de interconexiones, puede cubrir la posición abierta con una nueva cobertura frente a otra contrapartida o mediante la adquisición directa del activo subyacente si este último es transmisible.

Conforme a este planteamiento, cualquier estructura sería esencialmente reconducible a la operación de compraventa a plazo, si bien con una función económico-social de protección de riesgos, distinta del cambio de cosa por precio típica de la compraventa. Como veremos, la utilización de los esquemas del contrato de compraventa es fundamentalmente instrumental, sin restar claridad a la consideración de los instrumentos financieros derivados como contratos autónomos y principales en su contenido obligacional.

Reglamentos aprobados por la Comisión Europea recientemente con ocasión de las modificaciones en la regulación de los derivados OTC. En este sentido, v. la Comunicación de la Comisión al Parlamento Europeo, al Consejo, al Comité Económico y Social Europeo, al Comité de las Regiones y al Banco Central Europeo, de 20 de octubre de 2009, titulada «*Garantizar la eficiencia, seguridad y solidez de los mercados de derivados*».

B) EL CONCEPTO DE DEUDA DE VALOR

Los contratos de derivados son operaciones a plazo en las que el cumplimiento de las prestaciones de las partes queda temporalmente deferidas a las fechas de liquidación preestablecidas. En las operaciones a plazo, el término tiene carácter esencial y no accidental cuando se trata de cubrir la exposición a activos financieros que varían de precio cada día hasta el vencimiento de la operación⁵⁰. De la importancia del tiempo en el cumplimiento de las obligaciones a plazo son buena muestra la regulación de los efectos del incumplimiento en los arts. 61 y 63 del CCom y en el art. 1.125 CC.

Si antes decíamos que la función económico-social del contrato era la cobertura de riesgos por parte de quien por solvencia y organización interna puede hacerlo, siguiendo este planteamiento la causa de los instrumentos financieros derivados puede identificarse con la disponibilidad futura del activo subyacente, a un determinado precio de ejercicio, prefijado de antemano en la fecha de contratación del derivado⁵¹. Se liga así la definición de los instrumentos financieros derivados al concepto de deuda de valor, considerando éste como uno de los elementos de su configuración jurídica. La ejecución a plazo de la prestación convenida genera una deuda de valor en beneficio de una o las dos partes, en función de las oscilaciones al alza o a la baja del precio del activo subyacente entre la fecha de contratación y la fecha de vencimiento del contrato.

⁵⁰ MUÑOZ PÉREZ, A.F, *Los derivados financieros...*, op. cit., pp. 56; SANZ CABALLERO, J.I., *Derivados Financieros*, op. cit., pp. 279 a 289.

⁵¹ SANZ CABALLERO, J.I., *Derivados Financieros*, op. cit., pp. 186, 189, y pp. 224 y ss.

Tanto si el derivado se liquida en especie por entrega, como si el contrato de derivados se liquida por diferencias, al vencimiento de la operación existirá una diferencia de valor entre el precio de referencia inicial y el precio de liquidación, típica de las operaciones a plazo. Si el contrato se liquida en efectivo, la deuda de valor representa un crédito pecuniario diferencial por el importe de la diferencia de precio de contratación y precio de liquidación. Si el contrato se liquida en especie mediante la entrega del activo que constituye el subyacente, existe también una pérdida patrimonial efectiva y apreciable de valor para quien transmite por debajo del precio de mercado o compra por encima del precio de mercado⁵².

Este esquema es reproducible en las categorías contractuales concretas de derivados financieros. En los contratos a plazo y las permutas financieras, la deuda de valor es recíprocamente asumida por las dos partes, que soportan el riesgo de mercado. En el caso de las opciones financieras, la deuda de valor es asumida exclusivamente por el concedente de la opción en beneficio de la otra parte y respecto de mismo activo subyacente determinado. No obstante, lo relevante no es tanto la forma de liquidación del derivado financiero, sino el interés patrimonial en garantizar la disponibilidad de la diferencia de valor en una fecha futura en el supuesto de que el valor del subyacente en el mercado varíe de precio⁵³.

El hecho de que la prestación quede indeterminada cuantitativa o cualitativamente al momento de contratación no es obstáculo a la perfección y eficacia del contrato de derivados entre las partes conforme a las reglas de

⁵² Sobre el concepto de deuda de valor, v. los desarrollos de SANZ CABALLERO, J.I., *Derivados Financiero*, op. cit., pp. 186 y ss. y pp. 224 y ss.

⁵³ SANZ CABALLERO, J.I., *Derivados Financieros*, op. cit., pp. 186, 189, y pp. 224 y ss.

determinabilidad del objeto del art. 1.273 CC, siempre que el mismo contenga el procedimiento de cálculo y forma de liquidación de la prestación sin necesidad de nueva confirmación. Solo desde la perspectiva diferencial se pueden superar las cuestiones relativas a la indeterminación inicial del contrato de derivados en su objeto. En la fecha de contratación se desconoce el importe de la prestación e incluso, en el caso de que una de las partes tenga atribuida la facultad de elegir la prestación, si esta será un importe de liquidación en dinero o una obligación de transmisión en especie de valores negociables. En cambio, las partes conocen de antemano que el importe de la prestación será el valor diferencial de precio del subyacente exigible en una fecha determinada no incierta que necesariamente ha de ocurrir (art. 1.125 CC).

VI. LOS DERIVADOS FINANCIEROS DE RENTA VARIABLE

A) ASPECTOS GENERALES

Entre la diversidad de activos subyacentes de los contratos de derivados destacan los instrumentos financieros derivados referenciados a los activos de renta variable, que constituyen el objeto de nuestro estudio a través del análisis del contrato de permuta financiera sobre acciones o índices. Los contratos de derivados vinculados a la renta variable (“equity derivatives”) son instrumentos financieros que replican la evolución de activos cuyo subyacente son acciones de una sociedad

admitida a negociación en un mercado regulado, índices bursátiles o cestas o carteras conjuntas de valores negociables e índices bursátiles⁵⁴.

El concepto de renta variable es económico y no jurídico, y se utiliza para calificar la inversión bursátil directa en el mercado de acciones o la referenciación de contratos de derivados a índices bursátiles. La renta variable se identifica tradicionalmente con el mercado de negociación de acciones cuya gestión está encomendada a Sociedades de Bolsas, que también administran y gestionan los índices bursátiles que representan la evolución de los valores cotizados. Los derivados de renta variable incluyen, de forma horizontal, distintos tipos de la familia de los contratos de derivados, a partir de la categoría tripartita negocial básica de los contratos a plazo, las opciones y las permutas financieras. Dentro de la anterior tipología se distinguen distintas subclases dependiendo de la forma de negociación, de la forma de liquidación, de las obligaciones o derechos que confieren, etc. Junto a la categoría de los contratos de derivados indexados a la renta variable, existe otra categoría no homogénea de productos financieros relacionados con los activos de renta variable, que se ha dado en denominar productos estructurados.

Los productos estructurados son una categoría que engloba una diversa tipología de figuras contractuales, sobre la base de la combinación de dos o más

⁵⁴ Por la importancia de sus mercados, la literatura jurídica y financiera anglosajona ha destacado en el estudio de los caracteres comunes que se presentan en los contratos de derivados que referencian los activos de renta variable; v. PARKER, E., “Overview and introduction to equity derivatives”, en *Equity Derivatives*, Global law and Business, Londres, 2009, pp. 10 y ss; EICHER, R. D., “Derivatives: Legal practice and strategies”, Aspen Publishers, Wolters Kluwer, 2011, pp. 11-5; RAMIREZ, J., *Handbook of corporate equity derivatives and equity capital markets*, Wiley Finance, 2011, pp. 2 y ss; EALES, B., CHOUDHRY, M., *Derivative Instruments: A Guide to Theory and Practice*, Butterworth-Heinemann, 2003, pp. 145-154.

productos financieros en estructuras que incorporan un derivado implícito o explícito, estando más próximos por su negociabilidad en mercados regulados a la categoría de los valores negociables o, si son extrabursátiles, a la de los depósitos bancarios estructurados. Estos productos financieros pueden presentar diferentes combinaciones: la de una opción de compra o venta admitida a negociación que concede el derecho a adquirir o vender cualquier otro valor negociable de renta variable o el derecho a recibir una liquidación en efectivo calculada por referencia a subyacentes de renta variable (v.gr., *warrants* del art 2.1 j) LMV), la de un bono de renta fija (v.gr., bonos estructurados o certificados subsumibles en el art 2.1 c) LMV), de otro tipo de valores negociables (v.gr., participaciones y acciones de instituciones de inversión colectiva invertidas en renta variable) o de imposiciones a plazo fijo en entidades de crédito referenciadas a uno o varios activos subyacentes cuya estructura incorpore un instrumento derivado de renta variable al que van indexados⁵⁵.

Desde el punto de vista metodológico, nuestro análisis de los derivados financieros de renta variable se centra solo en las categorías que jurídicamente representan o dan lugar a la formalización de contratos mercantiles de derivados sujetos a ley española no normalizados (excluyendo por tanto los futuros y opciones financieras negociados y los valores negociables del tipo de los “warrants”, bonos

⁵⁵ Los depósitos estructurados referenciados a renta variable tienen su precedente inmediato en los “contratos financieros atípicos”, regulados por la CNMV en la Circular 3/2000 de 30 de mayo, de la CNMV, por la que se modifica por primera vez la Circular 2/1999, de 22 de abril, de la CNMV, en cuanto a su emisión y oferta pública que los definió como “*contratos no negociados en mercados secundarios organizados por los que una entidad de crédito recibe dinero o valores, o ambas cosas, de su clientela asumiendo una obligación de reembolso consistente bien en la entrega de determinados valores cotizados, bien en el pago de una suma de dinero, o ambas cosas, en función de la evolución de la cotización de uno o varios valores, o de la evolución de un índice bursátil, sin compromiso de reembolso íntegro del principal recibido*”; al respecto v. DÍAZ RUIZ, E., RUIZ BACHS, S., “El depósito bancario estructurado”, en *RDBB*, núm. 89, 2003, pp. 9-56.

estructurados o fondos de inversión estructurados), que están referenciados o vinculados en al menos una de las prestaciones de las partes a la evolución del precio o cotización de un activo subyacente de renta variable (excluyendo por tanto otros activos distintos de la renta variable), y que tienen naturaleza extrabursátil u OTC (excluyendo derivados bursátiles negociados).

B) LOS INSTRUMENTOS FINANCIEROS DERIVADOS DE RENTA VARIABLE: CONCEPTUALIZACIÓN JURÍDICA

Los contratos de derivados extrabursátiles vinculados a la denominada renta variable son contratos mercantiles a plazo cuyas obligaciones para las contrapartes resultan o derivan en las fechas de liquidación preestablecidas o al vencimiento de la evolución experimentada por la cotización de un activo subyacente de referencia de renta variable, respecto a un precio de referencia inicial. Junto con los índices bursátiles, las acciones son los activos subyacentes de renta variable más utilizados por su liquidez, negociabilidad y la posibilidad de concluir negocios jurídicos separados sobre sus derechos económicos o políticos. En este tipo de instrumentos financieros, el valor del derivado recae sobre un activo subyacente del tipo de los indicados (acciones cotizadas, índices o combinaciones de acciones o índices en cestas) cuyo precio de cotización varía en el mercado de renta variable. Al estar sujeto el activo subyacente a fluctuación de su precio, el valor del instrumento financiero derivado depende de la evolución al alza o a la baja del subyacente sobre el precio de referencia inicial fijada en la confirmación de operación.

Desde la Directiva 93/22/CEE del Consejo, de 10 de mayo de 1993, de Servicios de Inversión, los contratos de derivados referenciados a la renta variable se incluyen en la categoría de los instrumentos financieros a plazo. Posteriormente, la Directiva MiFID ha incluido los instrumentos financieros relacionados con acciones o índices en el apartado (4) de la Sección C del Anexo I de la Directiva, junto con los valores negociables. En la redacción dada por la Ley 47/2007, el art. 2.2 de la LMV considera instrumentos financieros a los contratos de opciones, futuros, permutas y otros contratos de instrumentos financieros derivados relacionados “*con valores, índices financieros o medidas financieras*” que puedan liquidarse en especie o en efectivo. El reconocimiento de su admisión en la Directiva MiFID y en la LMV no se ha traducido en una regulación sustantiva de este tipo de contratos, pese a su tipicidad social y utilización habitual en el tráfico mercantil para la cobertura del riesgo de mercado. No obstante, como veremos existen disposiciones legales de incidencia sectorial que se refieren a aspectos concretos de los derivados de renta variable, sin regular de forma sustantiva los derechos y obligaciones nacidos de estos contratos.

En su caracterización jurídica, los instrumentos financieros referenciados a los activos de renta variable son contratos mercantiles, principales y autónomos, formalizados al amparo de autonomía de la voluntad de las partes, de forma bilateral y sin la interposición de una cámara de compensación que asegure el cumplimiento de la operación⁵⁶. Asimismo, son contratos consensuales y onerosos que se documentan por escrito y perfeccionan por el mero consentimiento de las contrapartes (arts. 1254 y 1.278 CC), además de registrarse en distintos soportes

⁵⁶ DÍAZ RUIZ, E., “Aspectos jurídicos de...”, *op. cit.*, pp. 60 y sigs.

(digital, magnético, escrito, etc.) por la circunstancia de ser una de las partes un intermediario financiero que presta servicios de inversión sujeto a requisitos de organización interna y control. La formalización de los derivados de renta variable objeto de nuestro estudio es extrabursátil (OTC) y se conduce a través de acuerdos marco de compensación contractual en los que las partes acuerdan la creación de una obligación jurídica única por el importe neto de las operaciones convenidas en caso de vencimiento anticipado del acuerdo. En la negociación de la operación se utilizan medios telemáticos para el registro interno de la operación, así como para la preceptiva inscripción del contrato de derivados en el registro de inscripciones a cargo de repositorios autorizados.

Este tipo de contratos de derivados referenciados a la renta variable presenta un componente de aleatoriedad quizás más acusado que los derivados financieros vinculados a otros subyacentes, que entendemos no hace que el contrato sea enteramente aleatorio ni aproxima los contratos de derivados de renta variable a la naturaleza jurídica del juego o la apuesta (art. 1.801 CC), ni tampoco hace que el contrato sea condicional en su eficacia jurídica. El alea de un derivado financiero referenciado a renta variable es parcial y no afecta a la causa. Va referido a un *“acontecimiento que ha de ocurrir”* o *“que se sabe que tendrá lugar”* (art. 1.790 CC).

En efecto, debido al carácter regulado de los mercados de acciones en los que necesariamente se fija un precio de subasta al inicio y otro precio de cierre al finalizar la sesión, se sabe que el precio del subyacente podrá ser cuantificado. En definitiva, el vencimiento de la operación con la determinación de las diferencias de

precio del subyacente no es una variable incierta que pueda no ocurrir. Esta indeterminación inicial del importe de las prestaciones de la operación de derivados no supone un obstáculo a la perfección del contrato derivado financiero⁵⁷. Las convenciones liquidatorias de mutuo acuerdo pactadas por las partes en los documentos de confirmación de la operación permitirán la determinación concreta de la cantidad a pagar en los vencimientos acordados o el valor de las acciones transmisibles con base en los términos del propio contrato sin necesidad de nuevo convenio.

C) CLASES DE SUBYACENTES DE RENTA VARIABLE: ACCIONES, ÍNDICES BURSÁTILES Y CESTAS

La renta variable se caracteriza por la inversión directa o referenciada a activos financieros del tipo de las acciones o de los índices bursátiles. Son activos que no garantizan una renta periódica en forma de cupón periódico o pago de intereses. Tampoco está garantizado el reembolso del capital invertido. Los activos de renta variable que referencian los derivados son las acciones de las sociedades anónimas, los índices bursátiles y las cestas de acciones o índices bursátiles.

1. Las acciones

Las acciones de las sociedades anónimas admitidas a negociación en un mercado regulado constituyen el activo subyacente de renta variable por excelencia, máximo exponente de la inversión directa de carácter bursátil. Son instrumentos financieros sin

⁵⁷ MUÑOZ PÉREZ., A.F, *Los derivados financieros...*, op. cit., pp. 65.

vencimiento temporal específico susceptibles de tráfico generalizado e impersonal en mercados (art. 2.1 LMV). En su forma de representación, las acciones de las sociedades cuyo capital social esté total o parcialmente admitido a negociación en Bolsa deben estar representadas mediante anotaciones en cuenta y ser libremente transmisibles para cotizar. La exigencia de libre transmisibilidad en principio excluiría la posibilidad de contratos de derivados referenciados a un subyacente de participaciones sociales por las restricciones existentes en el régimen de transmisibilidad de las sociedades de responsabilidad limitada (art. 108.1 LSC) y la dificultad de su valoración⁵⁸.

En España, las Bolsas de Valores son los mercados regulados de contratación de valores negociables en los que se desarrolla la contratación bursátil del mercado de acciones (art. 31.2 LMV). El mercado de renta variable español opera conectado en tiempo real en un único libro de órdenes sobre la plataforma electrónica de negociación del Sistema de Interconexión Bursátil Español (Mercado Continuo), que garantiza la interconexión de las Bolsas de Madrid, Barcelona, Valencia y Bilbao. Las acciones cotizadas en Bolsas de Valores son activos subyacentes que permiten el cumplimiento de la obligación de liquidación tanto por diferencias en efectivo, como en especie mediante la entrega de los valores subyacentes (art. 53.3 LMV)

⁵⁸ V. al respecto la posición de DÍAZ RUIZ, E., “Reflexiones sobre la aplicación de la institución del voto vacío (“empty voting”) en las sociedades de responsabilidad limitada”, en *Documentos de Trabajo del Departamento de Derecho Mercantil de la Universidad Complutense*, DT 2013/82 [en línea] <http://leprints.ucm.es/23794> [consulta: 27 de julio de 2015], pp. 7, quien admite que las participaciones sociales puedan constituir el subyacente de los contratos de “equity swap”, no sin admitir que la “valoración de las obligaciones de las partes es más complicada, ya que, al no tratarse de un capital cotizado con precios objetivos, la determinación de las obligaciones de pago de las partes es más difícil, pero no imposible, pues puede referirse al valor teórico contable, o a un múltiplo sobre los beneficios de un ejercicio social o cualquier otra manera de valorar el capital de una sociedad limitada que, tomando en consideración valoraciones objetivas, no se vincule al precio de un mercado secundario, contra el pago de cantidades establecidas en función de, por ejemplo, tipos de interés y un importe nocional de referencia como valor sustantivo respecto del que se calcularían las oscilaciones del valor del capital social”.

La renta derivada de las acciones es precisamente variable en la medida que se desconoce la rentabilidad que se pueda obtener, además de por la desinversión y venta de las acciones, por la retribución adicional al accionista por la vía de dividendos, venta de derechos de suscripción preferente, asignación de acciones total o parcialmente liberadas, devolución de aportaciones en reducciones de capital, primas por asistencia a juntas de accionistas, etc. La cotización de una acción está estrechamente ligada a la valoración que los participantes en el mercado realicen de la sociedad emisora en sus informes de análisis. Esta valoración depende, entre otros factores, de las expectativas sobre el beneficio futuro de la sociedad, su tasa de crecimiento o la evolución prevista de los tipos de interés.

Desde el punto de vista regulatorio, los valores negociables que sirven de activo subyacente a los derivados financieros configuran lo que desde la Directiva 2004/109/CE se denominan “instrumentos financieros ligados a acciones”, cuyo concepto ha pasado a integrar el acervo supervisor para referirse a los instrumentos financieros derivados que referencian la renta variable. Por el volumen y la necesidad de cumplir con las reglas de comunicación al mercado, los instrumentos financieros referenciados a las acciones admitidas a negociación constituyen una categoría propia y específica en la legislación del mercado de valores. Si son liquidables en especie, los derivados financieros sobre acciones pueden conferir el derecho a adquirir acciones ya emitidas que tengan derechos de voto atribuidos en sociedades cotizadas, en la medida en la que la decisión última de ejercicio del instrumento financiero dependa única y exclusivamente del tenedor del instrumento financiero.

La categoría tiene asimismo relevancia supervisora en el ámbito del mercado de valores al considerar como sujeto obligado a realizar la preceptiva comunicación de participación significativa al tenedor o titular de un instrumento financiero vinculado a acciones que pueda decidir el sentido del derecho de voto de las acciones subyacentes en las juntas generales de sociedades cotizadas, en los casos en que superen los umbrales de derechos de voto reglamentariamente establecidos.

2. *Los índices bursátiles*

Junto a las acciones, los índices bursátiles constituyen el otro activo subyacente de utilización en los contratos de derivados referenciados a la renta variable. Los índices bursátiles permiten replicar la exposición al conjunto de los valores o del segmento que conforman el índice bursátil sin tener que invertir directamente en todos los valores y sin tener que disponer del importe de inversión necesario para ello, simulando la inversión directa en los valores del índice. Su utilización facilita la integración de los mercados posibilitando técnicas de gestión de las carteras de los inversores, que son alternativas a la inversión directa y que evitan los corretajes de negociación asociados a la titularidad de acciones⁵⁹.

La función principal de los índices bursátiles es representar la oscilación de la cotización de los principales valores negociables de las sociedades que se negocian en Bolsas de Valores, como indicadores de la evolución del mercado o de un segmento del

⁵⁹ MARTÍN MARÍN, J.L., y DE LA TORRE GALLEGOS, A., “Permutas financieras de índices bursátiles: *equity swaps*” en *Actualidad Financiera*, número 12 – marzo 1994, pp. 203.

mismo. En efecto, los índices bursátiles representan una medida estadística utilizada para determinar el precio de un instrumento financiero, o para medir la evolución positiva o negativa de un fondo de inversión. Son por ello indicadores de la situación sectorial o global del mercado bursátil del que son referencia. Además de servir de referencia para medir la evolución del mercado, los índices bursátiles son los principales y más importantes subyacentes en la contratación de derivados financieros, al que pueden ir referidos los más variados tipos de instrumentos derivados de tipo extrabursátil, como los contratos a plazo, las opciones, los contratos por diferencias (CFDs), etc.

Los contratos de derivados pueden asociarse a un índice bursátil de diversas formas. El contrato puede establecer que se tomará el precio de apertura o el precio de cierre del índice en una fecha determinada, la media aritmética del valor del índice durante varias fechas, la media aritmética de los valores del índice durante una sesión, etc. La utilización de índices es especialmente apta en la renta variable para el seguimiento de las empresas o el mercado del índice de referencia. Como quiera que la cotización de los índices bursátiles no es posible, ni tampoco su evolución se mide por la suma de las capitalizaciones de los valores negociables integrados, el cálculo de su evolución, al alza en caso de revalorización, o a la baja en caso de depreciación, se realiza de forma diaria por referencia a la variación que en términos porcentuales experimenta el conjunto de los valores que integran el índice en la negociación bursátil.

Además de medir la evolución diaria, los índices permiten el cálculo del “ratio PER” al que cotiza el índice bursátil, relacionando el valor del mercado de las

acciones que integran la composición del índice con el beneficio neto por acción, permitiendo obtener con una sola cifra (cotización/beneficio neto por acción) una aproximación muy exacta sobre el grado de infravaloración o sobrevaloración de las empresas emisoras de valores negociables integradas en el índice, en función de sus previsiones de resultado y expectativas de negocio, y en consecuencia, una observación sobre la revalorización o depreciación del valor del índice como activo subyacente del derivado.

En España y en el resto de los países de la Unión Europea no existe una regulación sustantiva de los índices financieros o de los procedimientos de cálculo o administración de los índices para la contratación de derivados. Existen normas técnicas a nivel de las Sociedades de Bolsas que regulan la composición y cálculo de los índices bursátiles elaborados por las propias Bolsas, que se ocupan de la gestión y licencia de sus índices. En la legislación de instituciones de inversión colectiva si encontramos disposiciones que establecen normas de obligatoria observancia en la administración de los índices para su utilización como válida referencia en la inversión de las instituciones de inversión colectiva.

Al estar registrados como signos distintivos, la utilización de los índices bursátiles requiere la obtención de una licencia de uso de la marca por parte de la sociedad gestora del índice. La licencia de uso faculta al intermediario financiero interesado para usar la marca relativa al índice bursátil en la operativa de derivados y en la documentación legal y de comercialización. Como activo subyacente, los índices bursátiles son bienes intangibles, por lo que el cumplimiento de las

obligaciones en los derivados financieros referenciados tiene lugar preceptivamente mediante la liquidación diferencial de efectivo.

La Comisión Europea publicó el 18 de septiembre de 2014 una propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo sobre índices utilizados como referencias en instrumentos financieros y en contratos financieros⁶⁰. El objetivo último de la propuesta comunitaria es asegurar la integridad del índice garantizando que su emisión y difusión no esté sujeta a conflictos de interés. La CNMV tiene amplias competencias supervisoras y sancionadoras al amparo del Reglamento (UE) 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de abril de 2014, sobre el abuso de mercado para sancionar las conductas que supongan utilización fraudulenta o manipulación de índices de referencia que impliquen la existencia de una manipulación del mercado, estando facultada para imponer sanciones administrativas y adoptar las medidas administrativas adecuadas sin perjuicio del ejercicio de las acciones penales que correspondan⁶¹.

⁶⁰ FREIRE, R., “Propuesta de reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo sobre los índices utilizados como referencia en los instrumentos financieros y los contratos financieros”, en *RDS*, núm. 41, pp. 621-624.

⁶¹ V. TAPIA HERMIDA, A. “La nueva arquitectura del Derecho comunitario del mercado de valores: comentario urgente a los Reglamentos y Directivas sobre el mercado de instrumentos financieros y el abuso de mercado, en *RMV*, núm. 14, 2014, pp. 40-47. En este sentido, el Reglamento (UE) 596/2014 sobre el abuso de mercado es muy ilustrativo respecto a la necesidad de evitar conductas de abuso por manipulación de índices de referencia, teniendo en cuenta que el precio de los instrumentos financieros se puede fijar por referencia a un índice. El apartado (44) de la exposición inicial del Reglamento es indicativo de la importante función de los índices, cuando se refiere a que *“el precio de muchos instrumentos financieros se fija sobre la base de índices de referencia. La manipulación o la tentativa de manipulación de los índices de referencia, puede tener graves repercusiones en la confianza de los mercados y dar lugar a pérdidas significativas para los inversores o a distorsiones de la economía real. Por tanto, conviene adoptar disposiciones específicas en relación con los índices de referencia, a fin de preservar la integridad de los mercados y garantizar que las autoridades competentes puedan prohibir claramente la manipulación de estos índices. Dichas disposiciones deben cubrir todos los índices de referencia publicados”*.

3. Cestas de acciones o índices bursátiles

Como tercer tipo de activo subyacente en los instrumentos financieros derivados asociados a la renta variable están las carteras o “cestas” de acciones o índices bursátiles. Se utilizan como estrategia de diversificación en la exposición en renta variable. En la gestión profesional de carteras de inversión, la negociación de instrumentos financieros derivados referenciados a renta variable debe atender a principios de diversificación del riesgo, de tal forma que el menor rendimiento de una referencia se compense con otra de mejor evolución. En las operaciones relativas a instrumentos financieros derivados referenciadas a índices bursátiles es muy frecuente que las convenciones de la operación incluidas en los documentos de confirmación intercambiados entre las contrapartes mencionen conjuntamente varios índices bursátiles, indicando la ponderación concreta expresada en términos porcentuales que ha de tomarse de cada uno de los índices de referencia.

CAPÍTULO II

EL CONTRATO DE SWAP SOBRE ACCIONES O ÍNDICES BURSÁTILES ("EQUITY SWAP"): CONCEPTO Y CARACTERES

SUMARIO: I. EL CONTRATO DE PERMUTA FINANCIERA: CARACTERIZACIÓN JURISPRUDENCIAL. A) LA DISTRIBUCIÓN MASIVA DE SWAPS DE TIPOS DE INTERÉS. B) LAS PERMUTAS FINANCIERAS: CONCEPTO Y CARACTERIZACIÓN GENERAL. 1. Terminología. 2. Concepto del swap en la doctrina jurisprudencial. 3. La permuta financiera como instrumento financiero. 4. Régimen jurídico. C) CARACTERES GENERALES DEL CONTRATO DE SWAP. II. EL CONTRATO DE PERMUTA FINANCIERA SOBRE ACCIONES O ÍNDICES BURSÁTILES ("EQUITY SWAP"): CONCEPTO Y MODALIDADES. A) CONCEPTO. 1. Las dos "patas" del swap sobre acciones o índices. 2. El diferencial de precio/nivel. 3. Riesgo del "equity swap" y cobertura de la posición del intermediario. B) MODALIDADES. 1. Swap sobre acciones. 2. Swap sobre índices bursátiles. C) OBLIGACIONES DE PAGO. D) LA CLÁUSULA DE RETORNO ABSOLUTO EN EL SWAP SOBRE ACCIONES ("TOTAL RETURN SWAP"). E) ATIPICIDAD. III. PARTES INTERVINIENTES. A. CARÁCTER PROFESIONAL Y CUALIFICADO. B. LA DELIMITACIÓN DE LA POSICIÓN DE COMPRADOR Y VENDEDOR DEL INSTRUMENTO FINANCIERO DE SWAP. IV. ESTRUCTURA DEL CONTRATO. A) COBERTURA DEL RIESGO BURSÁTIL. 1. Cobertura de las tendencias al alza. 2. Cobertura de las tendencias a la baja. B) ELEMENTOS DE ESTRUCTURA. 1. Importe nominal. 2. Precio inicial. 3. Precio final. 4. Importe de liquidación. 5. Tipo de interés. 6. Fechas de liquidación. V. DIFERENCIAS CON OTROS DERIVADOS REFERENCIADOS. A) ACTIVOS DE RENTA VARIABLE. A. PLURALIDAD DE ACTIVOS SUBYACENTES. B) PERIODICIDAD DE PAGOS. C. FORMA DE LIQUIDACIÓN. VI. CONVENCIONES ESENCIALES DEL CONTRATO. A) NOCIÓN. B) CONVENCIONES HABITUALES. 1. Términos relativos al activo subyacente. 2. Pagador de revalorización. 3. Pagador de tipo variable. 4. Términos relativos a la liquidación. VII. EL CARÁCTER EXTRABURSÁTIL (OTC) DEL SWAP SOBRE ACCIONES O ÍNDICES BURSÁTILES COMO ELEMENTO CONDICIONANTE DE SU REGULACIÓN EN EL DERECHO COMPARADO: PLANTEAMIENTO DE LA CUESTIÓN. A) NORMAS DE TRANSPARENCIA BURSÁTIL. B) REGULACIÓN DEL CONTROL CONCERTADO. C) ESTABLECIMIENTO DE REGLAS ANTI-ABUSO FISCALES. VIII. LEY APLICABLE AL CONTRATO.

I. EL CONTRATO DE PERMUTA FINANCIERA: CARACTERIZACIÓN JURISPRUDENCIAL

A) LA DISTRIBUCIÓN MASIVA DE SWAPS DE TIPOS DE INTERÉS

Un fenómeno merecedor de análisis en torno a los derivados financieros es la generalización reciente de su uso por parte de no expertos a partir de la contratación de permutas financieras de tipos de interés⁶². Al amparo del deber legal de ofrecimiento de coberturas en los préstamos hipotecarios previsto en el art. 19 de la Ley 36/2003, de 11 de noviembre, de Medidas de Reforma Económica, las entidades de crédito ofrecieron en sus redes la cobertura del riesgo de incremento de tipo de interés variable de los préstamos hipotecarios de su clientela minorista como un seguro, en ocasiones sin informar previamente de los elevados riesgos asumidos y del coste de cancelación independiente del swap de tipos de interés.

Los clientes contrataban las permutas financieras de tipo de interés, modalidad fijo contra variable, para minorar el efecto de la subida del tipo de referencia del Euribor en sus préstamos hipotecarios, con desconocimiento de las implicaciones, riesgos y costes. Por efecto del swap, el cliente estabilizaba a largo plazo el tipo de interés variable de su préstamo hipotecario, transformándolo en una carga financiera a tipo fijo: en caso de que el tipo de interés resultante de la suma del Euribor y el margen fuera superior al tipo variable previsto en la confirmación, la entidad de crédito pagaba la diferencia al cliente. Si el tipo de interés resultante era inferior al tipo fijo

⁶² SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J. “El papel de los derivados financieros y su (des)regulación bancaria”, en *Estudios Jurídicos sobre...*, op. cit., pp. 40 y ss; ENCISO ALONSO-MUÑUMER, M., “Los swaps de tipos de interés y la tutela de los consumidores”, *Estudios Jurídicos sobre...*, pp. 581-614.

previsto en la confirmación, el cliente estaba obligado a pagar la liquidación del importe diferencial a la entidad de crédito.

Como consecuencia de la bajada del tipo de referencia del Euribor respecto a los tipos fijos previstos en los contratos, los clientes se encontraron en la situación de tener que abonar, junto con las cuotas de capital e intereses de los préstamos hipotecarios, pagos a las entidades de crédito por la liquidación del swap asociado, incluso cuando el préstamo hipotecario subyacente resultaba cancelado de forma anticipada. Todo ello derivó en una conflictividad judicial muy importante contra las entidades de crédito que ofrecieron permutas financieras de tipo de interés a sus clientes minoristas⁶³. Desde el inicio de la crisis en el año 2007, los Juzgados de Primera Instancia y las Audiencias Provinciales han venido examinando la licitud de este tipo de contratación de swaps de tipo de interés, vinculada a la concesión de préstamos hipotecarios bajo las normas de conducta del Real Decreto 629/1993, de 3 de mayo, sobre normas de actuación en los mercados de valores y registros obligatorios, y, a partir de la transposición de la Directiva MiFID en la Ley 47/2007, bajo los deberes de diligencia y transparencia establecidos en la LMV y el RD ESIS.

En un primer momento, la CNMV y el Banco de España optaron por considerar los contratos de swaps de tipos de interés como productos vinculados a préstamos hipotecarios, entendiendo de aplicación la legislación bancaria bajo la supervisión del Banco de España, quién se encargaría de atender las reclamaciones

⁶³ SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J. “El papel de los derivados...”, *op. cit.*, pp. 46-47.

extrajudiciales⁶⁴. Posteriormente, la primera jurisprudencia sobre las reclamaciones de swaps de tipo de interés empezó a considerar aplicable las normas de conducta en la contratación de instrumentos financieros de la LMV, en consonancia con la consideración de las permutas financieras como instrumentos financieros derivados incluidos en el ámbito objetivo de la LMV (art. 2), objeto de la prestación de servicios de inversión.

El resultado ha sido una jurisprudencia que ha estimado mayoritariamente las demandas interpuestas por los clientes contra las entidades de crédito por vicios del consentimiento, estimando en alto porcentaje la nulidad de los contratos de permuta financiera de tipos de interés por error-vicio esencial y excusable en la prestación del consentimiento del cliente basado en el incumplimiento previo de los deberes de diligencia y transparencia del derogado RD 629/1993 o de la normativa MiFID de la LMV, al amparo de los arts. 1.300 y 1.301 CC, con la consiguiente obligación de restitución de prestaciones⁶⁵.

La abundante doctrina jurisprudencial surgida en torno al contrato de permuta financiera de tipos de interés, además de coadyuvar al cumplimiento de los deberes de diligencia, transparencia e información en la contratación de instrumentos financieros de cobertura, es relevante para la caracterización jurídica de los

⁶⁴ En el comunicado conjunto del Banco de España y de la CNMV de 20 de abril de 2010 relativo a la delimitación de competencias en relación a supervisión y resolución de reclamaciones por instrumentos financieros derivados de cobertura de tipo de interés o divisas, ambos reguladores manifestaron que “[...] aunque exista una vinculación entre producto bancario e instrumento financiero de cobertura, el Banco de España por la vía de la accesoriedad, resultará competente respecto de un servicio de inversión que aparece ofertado como “parte de ellos”.

⁶⁵ SÁNCHEZ CALERO GUILARTE, J. “El papel de los derivados...”, *op. cit.*, pp. 46; ENCISO ALONSO-MUÑUMER, M., “Los swaps de...”, *op. cit.*, pp. 607-613.

contratos de permuta financiera en sus distintas modalidades, que anteriormente ya había sido analizado por la doctrina en numerosas y relevantes contribuciones doctrinales de cualificación respecto a la modalidad más extendida de los swaps de tipo de interés⁶⁶.

B) LAS PERMUTAS FINANCIERAS: CONCEPTO Y CARACTERIZACIÓN GENERAL

1. Terminología

En la traducción del inglés, la voz swap hace referencia en su significado a la idea de “cambio” o de “canje”, que poco tiene que ver con la compleja realidad de este contrato. En efecto, tanto nuestro Código de Comercio como el Código Civil incluyeron el contrato de permuta tradicional de trueque de cosa por cosa, de valor equivalente (arts. 346 CCom; 1.538 CC). La tipicidad legal de las permutas en la caracterización del Derecho privado como contratos de cambio de cosas motivó la

⁶⁶ Del concepto y la caracterización general de los swaps, especialmente del contrato de permuta financiera de tipos de interés, existen numerosas contribuciones de la doctrina: DÍAZ RUIZ, E., “*El contrato de swap*”, en *RDBB*, núm. 36, 1989, pp. 742 a 762; DÍAZ RUIZ, E., “A propósito de los contratos de permuta de tipos de interés (*Swaps*)”, en *RDBB*, núm. 124, 2011, pp. 213-246; VEGA, J.A., *El contrato de...*, *op. cit.*, pp. 55 a 86; ALONSO SOTO, R., “La permuta financiera”, en AA.VV (coords. ALONSO UREBA, A., BONARDELL LENZANO, R., GARCÍA VILLAVARDE, R.), *Nuevas entidades, figuras contractuales y garantías en el mercado financiero*, Madrid, 1990, pp. 443; ROSELL, C., *Aspectos jurídicos del contrato ...*, *op. cit.*, pp. 187 a 234; ZAMORANO ROLDAN, S. *El contrato de swap como instrumento financiero derivado*, Zaragoza, Real Colegio de España de Bolonia, 2003, pp. 225 a 251; ZUNZUNEGUI, F., “Negociación de *swaps* por cuenta propia”, en AA.VV. *Derecho bancario y bursátil*, Madrid, Colex, 2012, pp. 653-684; CAZORLA GONZÁLEZ-SERRANO, L., “El contrato de swap o permuta financiera”, *Estudios Jurídicos sobre...*, *op. cit.*, pp. 413-438. Más recientemente, OLIVENCIA ha realizado una caracterización de los caracteres del swap, teniendo en cuenta las últimas tendencias jurisprudenciales, en el marco de los acuerdos de compensación contractual, v. OLIVENCIA, M., “Calificación concursal del crédito resultante de liquidación por vencimiento anticipado de un acuerdo de compensación contractual (ACC), con especial consideración del que incluya “swaps” de intereses”, en *RDBB* núm. 120, 2010, pp. 41-42.

traducción inicial del término original swap como “permuta financiera” en diferentes disposiciones normativas. Esta traducción del término ha sido (y sigue siendo) muy discutida, además de ser considerada desafortunada al estar desconectada de la significación real del swap como contrato mercantil, principal y atípico, de prestación generalmente diferencial de efectivo, alejado del concepto de las permutas tradicionales de entrega *do ut des*⁶⁷.

La definición del contrato como de permuta financiera en el Contrato Marco CMOF de AEB-CECA (cuya primera versión es de enero de 1997) terminó imponiendo la expresión permuta financiera, que es la que posteriormente pasó al art. 2 de la LMV en virtud de la reforma de la Ley 37/1998 y a las distintas disposiciones normativas que se refieren a este contrato. En nuestro análisis utilizaremos indistintamente las dos expresiones, swap (sin comillas, como neologismo aceptado) y su traducción de permuta financiera, que se emplean de forma indistinta en la práctica de mercado, en las resoluciones judiciales, e incluso en los textos normativos.

2. *Concepto del swap en la doctrina jurisprudencial*

Como los restantes derivados financieros, las permutas financieras son contratos mercantiles, a plazo, de gestión de riesgos financieros, que permiten a las partes la cobertura de riesgos, en el horizonte temporal fijado, sobre el precio futuro de un activo subyacente financiero, a través de una estructura de intercambio de pagos. Son contratos que, generalmente, son de prestación diferencial (sin

⁶⁷ VEGA, J.A., *El contrato de ...*, op. cit., pp. 31 y sigs.

“intercambio”), calculada por las diferencias entre dos flujos de pago de efectivo en distintos hitos temporales de liquidación. Una de las partes del contrato de permuta financiera es una entidad financiera que presta servicios de inversión en la contratación de instrumentos financieros derivados, asumiendo la prestación de cobertura financiera en el contrato de derivado, aunque en ocasiones pueda discutirse que la finalidad real de su intervención es especulativa. En la formulación financiera tradicional de los swaps se ha mencionado la existencia de ventajas recíprocas para las partes derivadas de la gestión de necesidades similares pero opuestas que ocasionan la contratación de la operación de permuta financiera, aunque como veremos se trata de una aproximación tradicional poco justificada en el contexto actual⁶⁸.

El contrato de permuta financiera de tipos de interés ha sido caracterizado en numerosas resoluciones judiciales recientes, que han suplido la carencia de una regulación sustantiva, conformando una doctrina jurisprudencial de utilidad para la caracterización general de las distintas modalidades de swaps. Siguiendo la SAP de Barcelona, de 25 de noviembre de 2014⁶⁹ que a su vez cita como referencia constante la sentencia de la misma Audiencia de 28 de junio de 2012⁷⁰, podemos definir el contrato de permuta financiera como un contrato mediante el cual dos partes *“acuerdan intercambiar flujos de efectivo sobre un cierto principal a intervalos regulados de tiempo durante un periodo dado, pudiendo tomar como variables para formalizar dicho intercambio la cotización de tipos de interés,*

⁶⁸ VEGA, J.A., *El contrato de...*, op. cit., pp. 42, R., ALONSO SOTO, R., “La permuta financiera...”, op. cit., pp. 437; ROSELL, C., *Aspectos jurídicos del contrato ...*, op. cit., pp. 54-55; 187 a 234; ZAMORANO ROLDAN, S. *El contrato de swap ...*, pp. 51-52.

⁶⁹ SAP de Barcelona (Secc. 1ª), de 25 de noviembre de 2014 (JUR 2015/56451).

⁷⁰ SAP de Barcelona (Secc. 1ª), de 28 de junio de 2012 (JUR 2012/371642)

*divisas, materias primas, acciones". El origen de estos contratos se sitúa en una "convención mediante la cual dos partes, una entidad de crédito y un cliente, consienten en intercambiarse flujos de pagos dentro de un período de tiempo prefijado, mediante la aplicación de unos coeficientes dispares sobre el valor del activo subyacente en un momento determinado"*⁷¹.

Como puede colegirse, un swap en su estructura financiera genérica es un acuerdo entre dos partes o "contrapartes", una entidad financiera y un cliente de esta última, relativo al intercambio de pagos periódicos en las sucesivas liquidaciones pactadas, generalmente diferenciales en efectivo, calculados sobre un importe nominal acordado, por referencia a la fluctuación del precio de los activos subyacentes de naturaleza financiera previamente determinados, durante un período de duración dado. En la definición del concepto, es esencial la idea de cambio financiero de pagos. La definición del contrato de permuta financiera contenida en el anexo de interpretación de las definiciones del Contrato Marco CMOF de AEB-CECA proporciona un concepto centrado en el análisis de los elementos de estructura cuando define el contrato como *"una operación financiera por la que dos partes acuerdan intercambiarse entre sí el pago de sumas o cantidades resultantes de aplicar tipos de interés, tipos de cambio de divisas, precio o cotización de acciones o índices sobre un importe nominal determinado, durante un plazo acordado"*.

Esta definición destaca los siguientes elementos esenciales presentes de la estructura de todo swap: el establecimiento de un importe nocional de referencia,

⁷¹ SAP de Madrid, Secc. 10ª, de 11 de julio de 2012, JUR 2012/312632.

sobre el que se calculan los pagos, que puede o no *“tener carácter real y por ello se le denomina nocional”*⁷²; el intercambio recíproco de pagos referenciados a determinados activos subyacentes de naturaleza financiera *“cuya evolución determina quién gana o quién pierde”*⁷³; la estipulación de un plazo acordado de vigencia contractual en la medida *“en que el producto financiero transmitido y adquirido tiene carácter temporal”*⁷⁴ y la realización de pagos periódicos durante el plazo acordado *“en sucesivas y recíprocas operaciones de liquidación que hacen al contrato de tracto sucesivo”*⁷⁵.

En la operativa del contrato, las partes deben detallar en el documento de confirmación del acuerdo marco de soporte determinados elementos que pueden variar o permanecer constantes durante la vigencia de la operación de permuta financiera. Así, el importe nominal de las permutas financieras sobre el que se calculan las liquidaciones puede ser constante durante toda la operación o variar de forma creciente o decreciente, según acuerden las partes en la confirmación⁷⁶. Los pagos bajo el contrato son periódicos en base a liquidaciones con la periodicidad mensual, trimestral o semestral que las partes deben concretar en la confirmación, existiendo siempre más de un único pago prefijado. El intercambio de pagos puede ir referido a un mismo activo subyacente o ser calculado sobre la variación de dos tipos distintos de activos subyacentes, diferentes para una y otra parte⁷⁷.

⁷² SAP de Asturias de 27 de enero de 2010 (AC 2010/6)

⁷³ SAP de Madrid de 7 de noviembre de 2014 (JUR 2015/19248).

⁷⁴ SAP de Barcelona, Secc. 1ª, de 25 de noviembre de 2014 (JUR 2015/56451).

⁷⁵ SAP de Barcelona, Secc. 1ª, de 14 de octubre de 2014 (JUR 2015/19248).

⁷⁶ VEGA, J.A., *El contrato de ...*, op. cit., pp. 45 y sigs.

⁷⁷ VEGA, J.A., *El contrato de ...*, op. cit., pp. 42 y sigs.

3. *La permuta financiera como instrumento financiero*

Como hemos caracterizado de forma general para los derivados financieros, en los contratos de permuta financiera encontramos la doble vertiente, contractual y de mercado de valores, característica de los contratos de derivados. Desde el prisma contractual, las permutas financieras son contratos mercantiles atípicos de intercambio bilateral de pagos, válidos al amparo de la autonomía privada. Desde la conceptualización regulatoria, el swap es una operación financiera de instrumentos financieros, incluido en el ámbito objetivo de la regulación de la LMV (art. 2.2 LMV) y de la supervisión de la CNMV (art. 13 LMV).

Así, los contratos de permuta financiera “*relacionados con valores, divisas, tipos de interés o rendimientos, índices financieros o medidas financieras que puedan liquidarse en especie o en efectivo*” son instrumentos financieros expresamente comprendidos en el apartado (4) de la Sección C del Anexo I de la Directiva MiFID, incluidos dentro del ámbito de los instrumentos financieros del art. 2.2 de la LMV. La consideración como instrumento financiero de los contratos de swap en las anteriores definiciones es por otra parte congruente con su categorización como “operación financiera sobre instrumentos financieros” integrada en el marco de un acuerdo marco de compensación contractual (art. 5.2 c) RDLACC).

En la conformación del contrato de permuta financiera ha influido su naturaleza de contrato de derivados OTC, no compensado. Los swaps son contratos de derivados de carácter extrabursátil, en los que conforme a la definición de

derivado extrabursátil contenida en el art 2. (5) del Regl. EMIR, la ejecución de la operación no tiene lugar en un mercado regulado, tal y como estos se definen en el anexo I, sección C, puntos 4 a 10, del art. 4 de la Directiva MiFID⁷⁸. La contratación es directa y bilateral, sin la interposición de una cámara de compensación o entidad de contrapartida central que asegure la liquidación y cumplimiento del swap. La calidad crediticia de las partes, que puede variar sustancialmente al tratarse de contratos de larga duración, es un factor relevante que influye para gestionar el riesgo de crédito por contraparte que surge del contrato.

En efecto, toda operación de swap genera un riesgo de contraparte de que el cliente incumpla la obligación de pago durante la vigencia temporal de la operación. La necesidad de contar con políticas de gestión de los riesgos que surgen del contrato (de contraparte, de mercado) impone en última instancia que solo las entidades financieras que prestan servicios de inversión que cuentan con estructuras adecuadas de autorización, seguimiento y control de los riesgos puedan facilitar este tipo de coberturas. En este sentido, aunque las obligaciones de compensación

⁷⁸ El artículo 2.7 del Reglamento EMIR define “derivado extrabursátil” o “contrato de derivados extrabursátiles” como cualquier contrato de derivados cuya celebración no tiene lugar en un mercado regulado o en un mercado de un tercer país que se considere equivalente a un mercado regulado (*“un contrato de derivados cuya ejecución no tiene lugar en un mercado regulado, tal como se define en el artículo 4, apartado 1, punto 14, de la Directiva 2004/39/CE, o en un mercado de un tercer país que se considere equivalente a un mercado regulado de conformidad con el artículo 19, apartado 6, de la Directiva 2004/39/CE”*). ESMA en el cuestionario de respuestas “Q&A” sobre el Reglamento EMIR de fechas 20 de marzo de 2012 y 27 de abril de 2015, respectivamente, ha aclarado que una derivado negociado en un sistema multilateral de negociación debe entenderse que es un contrato de derivado OTC y que lo relevante a los efectos de la calificación como OTC de un derivado es su lugar de celebración con independencia de que las características puedan ser comunes a los de los derivados ejecutados en un mercado organizado. Los derivados negociados en mercados organizados no comunitarios también son considerados derivados OTC; v. DÍAZ RUIZ, E., RUIZ BACHS, S., “Derivados OTC...”, *op. cit.*, pp. 113; CASES, M, SÁNCHEZ MONJO, M., “Los nuevos paradigmas...”, *op. cit.*, pp. 143 a 168; MUÑOZ PÉREZ, A.F., “El contrato marco de operaciones financieras”, *Estudios Jurídicos sobre...*, *op. cit.*, pp. 356-357.

centralizada han experimentado un notable desarrollo con el desarrollo de los estándares técnicos del Regl. EMIR, la compensación y liquidación de las operaciones de swap sigue siendo, para la mayoría de clases de subyacentes, directa, bilateral y no centralizada⁷⁹.

4. Régimen jurídico

Como hemos mencionado, las permutas financieras son contratos mercantiles, atípicos y extrabursátiles. Aunque existen disposiciones legales que mencionan el contrato o se refieren al contrato en la legislación comunitaria y estatal, las permutas financieras carecen de regulación sustantiva⁸⁰. La práctica de mercado tiende a

⁷⁹ Conforme a lo dispuesto en el art. 5.2 del Reglamento EMIR, ESMA es la autoridad encargada de elaborar y presentar a la Comisión Europea, para su aprobación, los correspondientes proyectos de normas técnicas reglamentarias en el que se especifique “la categoría de derivados extrabursátiles que ha de quedar sujeta a la obligación de compensación a que se refiere el artículo 4; y b) la fecha o fechas en que empieza a surtir efecto la obligación de compensación”, incluidas cualquier implantación gradual y las categorías de contrapartes a las que se aplica la obligación”. Hasta el 15 de julio de 2015, ESMA ha publicado cuatro documentos de consulta sobre las categorías de contratos de derivados OTC sujetos a la obligación de compensación centralizada del art. 4 del Reglamento EMIR a través de ECC bajo el Reglamento EMIR. Conforme a los citados documentos de consulta de ESMA, la obligación de compensación a la que se refiere el art. 4 del Reglamento EMIR afectaría, hasta el 15 de julio de 2015, a los siguientes contratos de derivados OTC, incluyendo las permutas financieras: contratos de permuta financiera básica (“basis swaps”); permutas financieras de tipo de interés fijo a flotante (“fixed-to-float interest rate swaps”); acuerdos a plazo sobre tipos de interés (“forward rate agreements”); y permutas financieras de índice de final de sesión (“overnight index swaps”) denominados en las cuatro monedas de mayor uso a escala internacional.

⁸⁰ Algunos autores que han abordado la temática de los swaps, como VEGA, han lamentado la ocasión perdida con la aprobación formal de la Propuesta de Código Mercantil para establecer algún tipo de regulación de estos contratos, sin duda habituales en el tráfico mercantil: v. VEGA, J.A., “La regulación de la permuta comercial (barter) en el anteproyecto de ley del Código mercantil”, en AAVV [(dirs. MORILLAS M.J./PERALES, P./PORFIRIO, L.J.), *Estudios sobre el futuro Código Mercantil. Libro homenaje al profesor Rafael Illescas*, Madrid (2015) [en línea] <http://e-archivo.uc3m.es/handle/10016/20994?locale-attribute=en> [consulta: 27 de julio de 2015], que sobre la ausencia de cualquier mención, critica que “[...] Los viejos institucionalismos, cuando se desenvuelven en una única línea argumental y metodológica, acaban cayendo en el inmovilismo. De ahí que se necesiten enfoques heterodoxos para dar solución a los conflictos nacidos en el moderno tráfico económico. La tipificación de los nuevos contratos de permutas mercantiles permitiría

identificar a los swaps con los acuerdos de compensación contractual, cuando se trata de contratos distintos. El régimen normativo especial de los acuerdos de compensación contractual financiero previsto en el RDLACC no regula en absoluto el contrato de permuta financiera; únicamente establece mecanismos de compensación convencional anticipada del swap y de las operaciones sobre instrumentos financieros derivados concluidas en el marco de un acuerdo de compensación contractual, en caso de vencimiento anticipado por causa del concurso de acreedores.

El contrato de swap sigue siendo atípico en la Propuesta de Código Mercantil elaborada por la Comisión General de Codificación y aprobada el 30 de mayo de 2014, que no recoge ni aborda los contratos de derivados, ni tampoco menciona a las permutas financieras como una categoría de las permutas mercantiles de entrega de bienes, que si regula en los arts. 514-1 y 514-2, de forma no muy distinta a las permutas del art. 346 CCom y art. 1538 CC, a las que define como *“un contrato mercantil por el que las partes se obligan a entregar un bien para recibir otro, presente o futuro”*. Tampoco se hace ninguna referencia al contrato de permuta financiera en el Título VII de la Propuesta de Código Mercantil, relativo a los contratos financieros.

En ausencia de un marco normativo propio, el régimen aplicable a los contratos de swap cuya ley aplicable sea la legislación española se rige en primer lugar por las normas de conducta que resulten aplicables de la LMV; en segundo

resolver legalmente muchas cuestiones y, al mismo tiempo, contribuiría a dar mayor modernidad al futuro Código Mercantil. Sin embargo, el Anteproyecto de Ley del Código Mercantil no va por este camino. La fórmula utilizada para delimitar el ámbito de la permuta mercantil es demasiado conservadora y no sirve para abarcar nuevos contratos ligados al intercambio de bienes, derechos y servicios que han surgido en el mercado”.

lugar por las normas imperativas sobre obligaciones y contratos de Derecho común aplicables al contrato en ausencia de requisitos específicos de contratación mercantil (art. 50 CCom); en tercer lugar por lo acordado por las partes en el documento de confirmación de la operación de swap y el contrato marco de soporte al amparo de la autonomía de la voluntad, y, en último lugar, por las normas dispositivas de contratos mercantiles que resulten de aplicación analógica⁸¹.

C) CARACTERES GENERALES DEL CONTRATO DE SWAP

El contrato participa de los caracteres afirmados en la numerosísima doctrina jurisprudencial surgida en torno a los contratos de permuta financiera de cobertura del riesgo de tipo de interés de préstamos hipotecarios, especialmente a nivel de Juzgados de Primera Instancia y Audiencias Provinciales, aunque existen también algunos pronunciamientos del Tribunal Supremo sobre los swap de tipos de interés que sin embargo no entran a analizar los caracteres del contrato en detalle. Las resoluciones judiciales sobre el swap de tipos de interés son de interés doctrinal en la medida en que las características esenciales del contrato son extrapolables, en buena medida, a las diferentes clases de permuta financiera, sea esta de acciones, índices bursátiles, divisas, materias primas o cualquier otra variación a partir de las anteriores. Aunque no puede afirmarse que el contrato de permuta financiera sea un contrato de configuración jurisprudencial, por la tipicidad social del contrato y la tipicidad indirecta inferida de su expresa mención en normas sectoriales dispersas, si

⁸¹ Conforme, VEGA, J.A., *El contrato de ...*, op. cit., pp. 83; al respecto DÍAZ RUIZ señala, que dado que no existen a nivel de legislación común o especial normas sustantivas, la voluntad de las partes explicitada en los pactos del contrato marco de utilización, es primordial; DÍAZ RUIZ, E., "El contrato de swap...", op. cit., pp. 772-773.

puede decirse que las resoluciones judiciales han contribuido a clarificar la estructura del contrato en sus elementos subjetivos, formales y reales.

Si analizamos la abundante jurisprudencia existente, los caracteres genéricos del contrato son reiterados en las distintas sentencias, sin mayor discrepancia salvo en la delimitación del carácter conmutativo o aleatorio de los swaps y en la existencia o no de reciprocidad en el vínculo contractual. El contrato de permuta financiera es caracterizado en las resoluciones judiciales como un contrato mercantil, bilateral, atípico y no regulado, válido al amparo de la autonomía privada y que genera un instrumento financiero de los previstos en el art. 2.2 de la LMV.

Es un contrato que la LMV califica expresamente en su art. 79. Bis. 8 y en el apartado 4. de la Guía CNMV de catalogación de instrumentos financieros de 14 de octubre de 2010, como instrumento financiero complejo, lo que impone un deber de diligencia y transparencia al intermediario financiero si la contraparte es un cliente clasificado como minorista. Es un contrato principal y autónomo, en el sentido de que no es preparatorio ni depende de ningún contrato subyacente o contrato a suscribir posteriormente, sino que las obligaciones que se generan para las partes contratantes son independientes. Es un contrato de naturaleza consensual y extrabursátil, que se perfecciona al margen de los mercados regulados por el consentimiento entre las contrapartes sobre los elementos esenciales de la operación desde el momento en que las partes lo suscriben⁸². No hay necesidad de casar o

⁸² Entre otras sentencias, los caracteres anteriores de las permutas financieras son afirmados en las siguientes sentencias de Audiencia Provincial, citando especialmente las de la Sección 10ª de la Audiencia Provincial de Madrid y la Sección 1ª de la Audiencia Provincial de Barcelona: SAP de Madrid de 7 de noviembre de 2014 (JUR 2015/19248), SAP de Barcelona, Secc. 1ª, de 25 de

cruzar órdenes con miembros del mercado. La contratación es directa y privada entre el intermediario financiero (una entidad de crédito o empresa de servicios de inversión) y el cliente⁸³.

Es un contrato oneroso ya que las partes del contrato de permuta financiera pretenden la obtención de ventajas económicas a través del mismo, sea la cobertura financiera para el cliente, la especulación o la obtención de una contraprestación por la prestación de un servicio de inversión por el intermediario financiero⁸⁴. Como analizaremos en detalle más adelante, entendemos que hay reciprocidad en las prestaciones a que respectivamente se obligan las partes, actuando una como causa de la otra, aunque este es una característica del contrato sobre la que existe un debate abierto a nivel de la doctrina del Tribunal Supremo, que sin discutir el carácter bilateral del contrato, plantea en sede concursal diversas cuestiones sobre la caracterización del swap como contrato de prestaciones funcionalmente recíprocas y sinalagmáticas en relación a la calificación del crédito resultante de las liquidaciones

noviembre de 2014 (JUR 2015/56451), SAP de Madrid, Secc. 10ª, de 11 de julio de 2012 (JUR 2012/312632), SAP de Barcelona de 28 de junio de 2012 (JUR 2012/371642), SAP de Madrid, Secc. 10ª, de 12 de junio de 2013 (JUR 2013/260535) y 9 de octubre de 2013 (JUR 2014/3544).

⁸³ Como apunta la SAP de Barcelona, Secc. 1ª, de 25 de noviembre de 2014 (JUR 2015/56451), la complejidad del contrato de permuta financiera [sobre tipos de interés] deriva en la necesidad de *“información adecuada al usuario que no tenga la cualificación del profesional financiero”*.

⁸⁴ SAP de Madrid de 7 de noviembre de 2014 (JUR 2015/19248), SAP de Barcelona, Secc. 1ª, de 25 de noviembre de 2014 (JUR 2015/56451), SAP de Madrid, Secc. 10ª, de 11 de julio de 2012 (JUR 2012/312632), SAP de Barcelona de 28 de junio de 2012 (JUR 2012/371642), SAP de Madrid, Secc. 10ª, de 12 de junio de 2013 (JUR 2013/260535) y 9 de octubre de 2013 (JUR 2014/3544); SAP de las Islas Baleares, Secc. 3ª, de 29 de mayo de 2012 (JUR 2012/242187), SAP de las Islas Baleares, Secc. 5ª de 15 de octubre de 2012 (JUR 2012/397951), Sentencia número 95/2011 del Juzgado de lo Mercantil núm. 1 de Las Palmas de Gran Canaria de 9 de mayo de 2011 (AC 2011/536).

devengadas con posterioridad a la declaración del concurso, como crédito contra la masa, conforme a los arts. 16.2 del RDLACC y 61.2 de la Ley Concursal⁸⁵.

Es un contrato de tracto sucesivo, porque su ejecución no se consume en un momento único sino que implica la realización de sucesivas y recíprocas operaciones de liquidación durante el plazo de vigencia contractual, lo que aleja el contrato de otras categorías de derivados financieros como los contratos a plazo, o las opciones.

Finalmente, aunque existen resoluciones en uno y otro sentido, entendemos que se puede caracterizar el swap como un contrato esencialmente conmutativo. La argumentación que considera conmutativo el contrato destaca la equivalencia de los derechos y obligaciones de pago de las partes, calculadas en algunos casos sobre la base de simulaciones respecto a la futura evolución del subyacente. La presencia de elementos conmutativos no se diluiría por la indeterminación inicial de la cuantía de las prestaciones de pago. Las tesis que consideran el contrato aleatorio defienden que éste queda sujeto a un hecho futuro e incierto (la evolución en un sentido u otro del subyacente), que opera a modo de condición suspensiva determinando cuales de las partes es acreedora y deudora en cada liquidación.

En nuestra opinión y como analizamos más adelante para los swaps de acciones o índices, las prestaciones del contrato están inicialmente indeterminadas pero son determinables con base en el contenido de la confirmación, con arreglo a

⁸⁵ La inexistencia de reciprocidad funcional en los contratos de permuta financiera de tipo de interés, es analizada en la STS (Sala de lo Civil), núm. 797/2012, de 8 de enero de 2013 (RJ 2013/1631) y en la STS (Sala de lo Civil), núm. 811/2012, de 9 de enero de 2013 (RJ 2013/1633).

los principios de determinabilidad del Derecho común (arts. 1.273, 1.448 CC)⁸⁶. La existencia de aleatoriedad en la estructura del contrato es innegable pero quedaría limitada al concreto importe de las prestaciones que periódica y recíprocamente se habrán de satisfacer las partes con arreglo a los extremos de pago prefijados (alea económica). La causa del contrato no se vería afectada por el alea, o al menos no esencialmente hasta el punto de perder el contrato su conmutatividad⁸⁷. El contrato no habría experimentado el desarrollo que ha tenido en el tráfico mercantil si el elemento aleatorio prevaleciera sobre los elementos conmutativos en la estructura de las permutas financieras.

Esta postura, sin embargo, no es la postura mantenida por el Tribunal Supremo para las permutas financieras de tipo de interés, a las que caracteriza como contratos enteramente aleatorios, en las que el alea económica alcanza no sólo a la cuantía de las liquidaciones periódicas, sino también a la identificación de la parte que, en cada liquidación, resultará deudora (alea jurídico)⁸⁸.

⁸⁶ OLIVENCIA, M., "Calificación concursal del...", *op. cit.*, pp. 41-42.

⁸⁷ DÍAZ RUIZ. E., *Las opciones financieras...*, *op. cit.*, pp. 396, en relación a los caracteres principales del contrato de opción OTC, se refiere al carácter conmutativo de las opciones y de la contratación de derivados extrabursátiles, en un argumento totalmente extrapolable para la caracterización esencialmente conmutativa de los swaps: "[...] *Se discute si son contratos conmutativos o aleatorios. Últimamente, una parte de la doctrina se inclina por considerarlos como aleatorios, aunque siempre he sostenido que estamos ante contratos conmutativos, ya que la causa del contrato no queda afectada por el alea, o al menos no esencialmente, de tal manera que no perdería su conmutatividad*".

⁸⁸ V. el Fundamento Jurídico Quinto de la STS (Sala de lo Civil), núm. 187/2014, de 2 de septiembre de 2014 (RJ 2014/5116): "[...] *Esa dependencia de la evolución real de los mismos somete al contrato a un alea que alcanza no sólo a la cuantía de las sumas a entregar tras las liquidaciones periódicas, sino también a la identificación de la parte que, en cada liquidación, resultará deudora*".

II. EL CONTRATO DE PERMUTA FINANCIERA SOBRE ACCIONES O ÍNDICES BURSÁTILES ("EQUITY SWAP"): CONCEPTO Y MODALIDADES

A) CONCEPTO

El contrato de permuta financiera sobre acciones o índices bursátiles objeto de nuestro estudio es, en esencia, un contrato mercantil de derivados OTC, atípico, de cobertura o especulación con el riesgo bursátil, mediante el que dos partes clasificadas como partes profesionales -de la que una de ellas es una entidad financiera que presta servicios de inversión- se intercambian durante un periodo dado pagos referenciados a la renta variable de un paquete de acciones cotizadas⁸⁹ (swap sobre acciones) o pagos referenciados a la variación porcentual de uno o varios índices bursátiles (swap sobre índices bursátiles), a cambio de pagos de efectivo calculados mediante la aplicación de un tipo de interés sobre el importe nominal del contrato⁹⁰. Es un derivado financiero extrabursátil, diferente de las permutas financieras de tipo de interés, por el activo subyacente y por la estructura

⁸⁹ En la referencia a las acciones de las sociedades cotizadas, nuestra LSC prefiere referirse a valores o a acciones admitidas a negociación, aunque si recoge referencias precisas como la del art. 496 LSC (*Representación de las acciones de sociedades cotizadas*). Por economía de medios, nos referiremos a las acciones subyacentes al swap como las "acciones cotizadas", aunque no sea el término más utilizado por la LSC.

⁹⁰ En la doctrina española son muy escasas las referencias que hayan abordado el contrato de permuta financiera referenciado a acciones o índices, como categoría negocial específica y separada de los contratos de permuta financieras de tipo de interés: v. MUÑOZ PÉREZ, A.F., *Los derivados financieros...*, op. cit., pp. 160 a 175; LOSADA, R. *Activismo e ingeniería financiera: implicaciones para el gobierno de las empresas y sus accionistas*, monografías CNMV número 25, 2007, pp. 16; LORRIO, A., "El impacto de las modificaciones de la Directiva de Transparencia en el empleo de los equity swaps como mecanismo de financiación para la compra de paquetes accionariales" en *Actualidad Jurídica Aranzadi*, núm. 887/2014; ALEMANY J., "Las personas interpuestas en los mercados de valores", en *RDBB*, núm. 110, 2008, pp. 103-105; SANZ CABALLERO, J.I., *Derivados Financieros*, op. cit., pp. 492-493.

de liquidación del contrato, al que en ocasiones se alude como el swap bursátil (pese a ser un derivado extrabursátil) para resaltar la función que opera en el cambio de los rendimientos de mercados diferentes, como el interbancario y los mercados bursátiles. En el *nomen iuris* del contrato se incluyen los dos tipos de activo subyacente de renta variable cuya evolución al alza o a la baja determina la cuantía de obligaciones de pago de las partes: el valor de las acciones⁹¹ admitidas a negociación o la variación de los índices bursátiles. Ambos activos subyacentes referencian la renta variable ("equity") y su contratación se canaliza y documenta bilateralmente a través de acuerdos marco de compensación contractual.

La inclusión de los dos tipos de subyacente de manera conjuntiva en la traducción adaptada del contrato es únicamente terminológica a los efectos de abarcar en la denominación contractual tanto las permutas financieras de valores, como las referenciadas a índices bursátiles. Pese a la denominación, el contrato no puede abarcar en la misma operación financiera a un subyacente de acciones e índices bursátiles y solo puede ser, de forma disyuntiva, de permuta financiera sobre acciones o sobre índices bursátiles, pero no de permuta financiera sobre acciones e

⁹¹ La utilización de derivados financieros de cobertura referenciados al "valor de las acciones" es una expresión que ya utilizaba la LSA (y que hoy recoge en términos similares el art. 519 LSC) para referirse a los "sistemas retributivos referenciados al valor de las acciones" de los administradores, directivos y empleados de las sociedades cotizadas. Concretamente, la Disposición Adicional Tercera introducida en la LSA por la Disposición Adicional 19.^a de la Ley 55/1999, 29 diciembre, de Medidas fiscales, administrativas y del orden social estableció la necesidad de aprobación de los sistemas retributivos concedidos a "los administradores de una sociedad cotizada en ejecución de sistemas de retribución de la misma, así como los Directores generales y asimilados que desarrollen funciones de alta dirección bajo dependencia directa de los órganos de administración, de comisiones ejecutivas o de consejeros delegados de las sociedades cotizadas, para el ejercicio o la enajenación de los derechos de opción sobre acciones concedidos antes del 1 de enero del año 2000 a los mismos en ejecución de sistemas de retribución de las referidas sociedades cotizadas precisarán en todo caso de la previa aprobación de la Junta General de accionistas en el supuesto en que la mencionada concesión no hubiera sido expresamente aprobada por ésta última". V. al respecto IBÁÑEZ JIMENEZ, J., *Stock options, regulación, economía, política retributiva y debate social*, Dykinson, Madrid, 2000, pp. 45-46.

índices bursátiles conjuntamente. En la denominación de mercado se utiliza habitualmente el nombre anglosajón de “equity swap”, que es la denominación habitualmente utilizada en la contratación, e incluso en algunas disposiciones legales⁹². A efectos puramente terminológicos, se ha optado por referirse al contrato, como de permuta financiera sobre acciones o sobre índices, subrayando con el uso de la preposición “sobre” -en detrimento de una significación más vinculada a la acepción de cambio como pudiera ser la preposición “de”-, los aspectos que más tienen que ver en este swap con la exposición financiera a la oscilación de los activos que constituyen el subyacente de este swap.

1. Las dos “patas” del swap sobre acciones o índices

El contrato de permuta financiera sobre acciones o índices bursátiles presenta, utilizando las convenciones de los operadores en derivados, dos “patas” claramente identificables que determinan la cuantía de las obligaciones de pago a cargo de cada parte: una pata referenciada a la evolución bursátil de la renta variable y otra pata referenciada a un tipo de interés⁹³. El activo subyacente cubierto con el swap es

⁹² Es el caso de Ley 27/2014, de 27 de noviembre, del Impuesto sobre Sociedades que menciona específicamente la denominación anglosajona del contrato en la Exposición de Motivos el tratamiento de la doble imposición afectante a los “equity swaps”: “[...] *Por último, se modifica el tratamiento de la doble imposición en las operaciones de préstamo de valores y se homogeneiza con otro tipo de contratos con idénticos efectos económicos, como pudieran ser determinadas operaciones de venta con pacto de recompra de acciones o equity swap, cuando el denominador común en todas ellas es que el perceptor jurídico de los dividendos o participaciones en beneficios tiene la obligación de restituirlos a su titular económico*”.

⁹³ La caracterización de las dos patas (variable y fija) existentes en el contrato de “equity swap” es mencionada por la doctrina anglosajona y española que ha analizado el contrato, recurriendo a este tipo de expresiones para explicar las prestaciones a que se obligan las partes: pagos variables vinculados a la renta variable en un caso, y pagos en todo caso fijos de intereses en otro: en la doctrina española, LOSADA, R. “Activismo e ingeniería financiera...”: *op. cit.*; pp. 16.: “[...] *Los equity swaps son derivados cuyo subyacente son acciones sobre una empresa y constan de dos patas. El inversor que toma*

distinto en cada caso. La parte que toma la pata de renta variable se obliga a abonar a la contraparte, que adopta una posición larga o alcista, pagos por revalorización bursátil de las acciones subyacentes en la Bolsa de Valores de cotización o, si el activo subyacente es un índice bursátil, pagos por variación porcentual al alza de uno o varios índices bursátiles. El importe nominal del contrato de swap sobre el que se calculan los pagos es el mismo para las partes.

Cuando la finalidad del contrato es la cobertura del riesgo de caída del precio/nivel de cotización de las acciones o del índice bursátil subyacente, la parte que abona pagos referenciados a la evolución bursátil se obliga a abonar a la contraparte, pagos por la depreciación del valor de las acciones o del índice bursátil subyacente sobre el precio inicial fijado en la confirmación, durante el período de referencia del contrato. En contraprestación por los compromisos de contrapartida de derivados asumidos respecto a la evolución bursátil del valor de las acciones o del índice bursátil, la contraparte en la relación de swap se obliga a efectuar pagos periódicos y sucesivos referenciados a un tipo de interés.

*la pata corta o de tipo de interés paga a la pata larga o de renta variable un porcentaje fijo sobre el nominal del contrato. El inversor de la pata larga paga al de la pata corta el rendimiento que hayan tenido las acciones durante un periodo de tiempo determinado y sobre el nominal del contrato. Así, los inversores que poseen acciones de una determinada empresa y que quieren cubrirse del rendimiento de estas acciones durante un periodo determinado ele tiempo suelen tomar la pata corta o de tipo ele interés y pagar a la pata larga"); LORRIO, A., "El impacto de...", "[...] Un equity swap es un contrato bilateral en virtud del cual las partes acuerdan el intercambio de ciertos flujos de pago, estando generalmente una de las patas referenciadas a un tipo de interés y la otra referenciada a la renta variable". MUÑOZ PÉREZ, A.F., *Los derivados financieros...*, op. cit., pp. 160 a 167. En la doctrina extranjera anglosajona, PARKER, E., "Overview and introduction to...", op. cit., pp. 74-82; EICHER, R. D., "Derivatives: Legal practice and strategies", Aspen Publishers, Wolters Kluwer, 2011, pp. 11-7 y 12-18; RAMIREZ, J., *Handbook of...*, op. cit., pp. 6-7.*

A diferencia de las acciones admitidas a negociación, los índices bursátiles son referencias estadísticas para medir el comportamiento de los mercados bursátiles que no cotizan, no son divisibles, ni negociables en mercados secundarios. La utilización del término “cotización” en este caso se justifica por el uso social del término cuando se alude a las oscilaciones diarias del valor de los índices bursátiles.

2. *El diferencial de precio/nivel*

Al igual que los otros derivados financieros sobre acciones, el swap sobre acciones o índices bursátiles permite neutralizar con seguridad jurídica el riesgo de oscilación del precio de los activos de renta variable durante el período de referencia. El mercado de acciones es un mercado secundario que opera en base a sistemas predeterminados de fijación del precio de cotización y que difunde un precio de mercado diario de cada valor cotizado, obtenido en la subasta de cierre de la sesión. Respecto de los índices bursátiles, se opera en unidades del índice de referencia, cuyo número se fija al inicio del contrato, en el documento de confirmación. En este caso, la variación porcentual al alza o a la baja del índice bursátil suele tener difusión pública o puede obtenerse de compañías de información financiera (Bloomberg, Reuters, etc.). Todo ello hace posible que las diferencias de precio/nivel de cotización de las acciones o de los índices bursátiles entre la fecha de contratación y cada una de las fechas de liquidación establecidas puedan calcularse de forma objetiva.

El importe de liquidación de la operación de swap se calcula por la diferencia entre el precio inicial de cotización en Bolsa (para las acciones) o el nivel porcentual inicial del índice bursátil (para los índices bursátiles) y el precio/nivel final al que

cierran en el mercado las acciones subyacentes o el índice bursátil en las sucesivas fechas de liquidación o al vencimiento final de la operación. La diferencia de precio o nivel es calculada por el intermediario financiero que interviene en la operación, prestando la cobertura del riesgo de subida de precio en las posiciones alcistas, y la contrapartida en las situaciones de expectativa bajista o de descenso del precio de cotización. La estructura del swap se asemeja a la de un contrato por diferencias (CFD) de intercambio diferencial de precios de apertura y cierre del subyacente de acciones o índices, con el matiz sustancial que el cálculo del intercambio en el swap sobre acciones o índices se refiere a la diferencia de precio/nivel en el intervalo temporal transcurrido entre cada una de las sucesivas fechas de liquidación, y no al diferencial liquidado en una única sesión bursátil como ocurre en los CFDs, que por otra parte son contratos diferenciales que no admiten la liquidación en especie.

La causa de la contratación es la cobertura o especulación con el precio de los activos financieros de renta variable, sobre un esquema de intercambio de pagos. Como resultado del swap, la parte que asume la obligación de realizar pagos referenciados a un tipo de interés transforma, a su favor, el coste financiero variable de las acciones o los índices en un coste fijo y determinado, eliminando el riesgo de fluctuación de las acciones o el índice a partir del precio de referencia fijado en la fecha de contratación.

Siguiendo el ejemplo práctico anterior de las dos “patas”, en un contrato de esta naturaleza, una parte “A”, se compromete a pagar a una parte “B”, en uno o varios pagos sucesivos, el importe en que se hayan revalorizado bursátilmente las acciones subyacentes o el índice bursátil “C”, sobre el precio o nivel de referencia inicial de las

acciones/índice C, desde la “Fecha de Inicio” hasta la “Fecha de Vencimiento”. A cambio de la prestación de cobertura financiera, B se compromete pagar a la parte A, en uno o varios pagos sucesivos, liquidaciones de efectivo calculadas mediante la aplicación de un tipo de interés (usualmente un tipo de referencia variable, v.g., Euribor, Libor, etc.) sobre el importe nominal del swap. Los pagos de A y B pueden ser coincidentes en las fechas de liquidación, en cuyo caso opera la liquidación por diferencias; aquella parte cuyo importe a pagar sea mayor, quedará obligada a realizar un pago por la cantidad en exceso a la otra.

3. *Riesgo del “equity swap” y cobertura de la posición del intermediario*

La contratación de la operación de swap sobre acciones o índices bursátiles conlleva la prestación de un compromiso de contrapartida de derivados por parte del intermediario financiero. Este asume la cobertura del riesgo de las posiciones alcistas o bajistas, dependiendo del tipo de cobertura interesada, que le expone a un triple riesgo, de mercado, de contraparte y de liquidez. Asume un riesgo de mercado, o de precio, si las acciones o el índice bursátil de referencia suben o bajan de precio/nivel de cotización por encima o por debajo del precio de referencia inicial fijado en la confirmación (“strike”).

La operativa con swaps sobre acciones también comporta un riesgo de contraparte ante cualquier incumplimiento de las obligaciones de pago a cargo del cliente. El swap es una operación de derivados OTC, de larga duración y tracto sucesivo, no compensada a través de cámara de compensación. Durante la vigencia del swap la solvencia del cliente puede experimentar cambios. La evaluación inicial del riesgo, solvencia y la fijación de

los esquemas de intercambio de garantías financieras fijas o variables es un requisito imprescindible, pero no suficiente.

Finalmente, el intermediario financiero asume un riesgo de liquidez, derivado del riesgo de incumplimiento del cliente, en caso de vencimiento anticipado del swap que referencia valores negociables. La venta de las acciones de cobertura de su posición en el mercado puede arrojar fuertes pérdidas, si el mercado no puede absorber la oferta de acciones puesta en venta presionando a la baja el precio de cotización.

Para la cobertura de los riesgos asumidos en el swap, el intermediario financiero está obligado a solicitar la constitución de garantías financieras en el porcentaje inicial acordado con el cliente (art. 11. Regl. EMIR), y puede considerar la contratación de una cobertura OTC de signo contrario, paralela a la operación de acciones o índices cubierta, macheada en las fechas de liquidación, con otra contrapartida financiera⁹⁴.

B) MODALIDADES

En los swaps bursátiles conviven dos modalidades esencialmente diferentes por el activo subyacente con el punto en común de estar basados en una estructura

⁹⁴ La disponibilidad de una cobertura de acciones se puede considerar como un elemento habitual en los swaps sobre acciones o índices, aunque no en un requisito esencial para la validez del contrato, sino que queda a discreción del intermediario financiero adoptar la posición de cobertura que estime más conveniente, en su caso. En este sentido, el requisito de la necesidad de una cobertura también ha sido analizado en diferentes resoluciones judiciales que han analizado el contrato. En particular, la STS (Sala de lo Contencioso), de 19 de diciembre de 2011 (RJ 2012/2872) analiza los negocios a que dio lugar la adquisición de una participación de acciones de Banco Santander, adquirida por Bank of America, en cobertura del riesgo de mercado inherente a las permutas financieras sobre acciones de Banco Santander, en el marco del plan de incentivos de Banco Santander: “[...] Y para cubrirse «Bank of America» del riesgo que le comportaban dichos contratos de permuta financiera adquirió en el mercado las acciones del Banco de Santander el 25 de marzo de 1998.”

de permuta financiera y derivar su valor de las oscilaciones de la renta variable. La especialidad de este tipo de permutas financieras respecto a otras modalidades de swap es precisamente el activo subyacente de referencia, consistente en acciones con derechos políticos y económicos de una sociedad cotizada admitida a negociación (art. 495 LSC) o en índices bursátiles referenciados a la evolución de una Bolsa de Valores o a una selección de valores⁹⁵.

Las dos clases de activo subyacente (acciones, índices bursátiles) se engloban dentro de la categoría genérica de los instrumentos financieros vinculados a la renta variable, aunque como veremos en nuestro análisis los contratos de permuta financiera sobre acciones y los contratos de permuta financiera sobre índices bursátiles presentan, en uno u otro caso, una finalidad de contratación distinta, tienen contrapartes diferentes, pueden liquidarse de forma distinta al vencimiento del contrato y cuentan con un tratamiento contable no similar.

1. Swap sobre acciones

El contrato de permuta financiera sobre acciones es un instrumento financiero derivado utilizado como estrategia de cobertura del riesgo de fluctuación al alza o a la baja -en función del tipo de cobertura- del precio de cotización de las acciones admitidas a negociación en las Bolsas de Valores. Las restricciones a la transmisibilidad de las participaciones sociales de las sociedades de responsabilidad limitada (art. 107.1 LSC), así como la imposibilidad de representar las participaciones sociales mediante anotaciones en cuenta negociables con el carácter de valores, son

⁹⁵ MUÑOZ PÉREZ, A.F, *Los derivados financieros...*, op. cit., pp. 109-110, 116.

impedimentos que dificultan la contratación de derivados referenciados a un subyacente de participaciones sociales⁹⁶. No obstante, nada impide que puedan celebrarse contratos de swap vinculados a la oscilación del valor de las acciones no negociadas representadas mediante títulos o a las participaciones sociales, siempre que en la confirmación se acuerden sistemas objetivos de cálculo del diferencial de precios por referencia al incremento o decremento de su valor contable, a los beneficios, a la evolución del EBITDA o a cualquier otra magnitud financiera que pueda ser calculada objetivamente en base a la información contenida en la confirmación del contrato⁹⁷.

Los swaps sobre acciones susceptibles de liquidación en especie son derivados financieros que en la confirmación pueden atribuir a una de las partes el derecho a designar el sistema de liquidación de la operación (efectivo o acciones). En este tipo de operativas, el titular del instrumento financiero⁹⁸ goza de la facultad de adquirir las acciones a su voluntad (arts. 53.3 LMV, 28.1 RDT). La liquidación en especie, o la opción de liquidar en especie comprando los valores, equivale jurídicamente a la concesión de una opción de compra al tenedor del instrumento financiero sobre los valores subyacentes.

⁹⁶ A favor de la admisión de las participaciones sociales como activo subyacente de los contratos de permuta financiera, v. DÍAZ RUIZ: "Reflexiones sobre la aplicación de...", *op. cit.*, DT 2013/82, pp. 7.

⁹⁷ DÍAZ RUIZ: "Reflexiones sobre la aplicación de...", *op. cit.*, DT 2013/82, pp. 6.

⁹⁸ Consideramos "*titular*" o "*tenedor del instrumento financiero*", al cliente que tiene atribuido, al vencimiento, el derecho incondicional o discrecional a adquirir las acciones subyacentes" (art. 28 RDT). Esta denominación, que solo abarca o se extiende en el art. 28 RDT al cliente que como Pagador de Tipo Variable busca la cobertura del riesgo de subida de las acciones, la utilizaremos también para referirnos a la parte que asume la posición de cliente-Pagador de Revalorización Bursátil, en las swaps de las posiciones cortas, o de cobertura del riesgo de bajada de precio.

2. *Swap sobre índices bursátiles*

El contrato de swap cuyo activo subyacente es un índice bursátil es una modalidad contractual, conocida y utilizada con finalidad de cobertura o especulativa (la normativa de IICs se refiere a esta finalidad como de “inversión”) en la gestión de IICs por parte de las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva para la obtención de la parte variable de rentabilidad de las IIC financieras bajo gestión, utilizando el swap para la reproducción del movimiento de cotización de uno o varios índices bursátiles o una cesta agrupada de valores concretos.

Los índices bursátiles se utilizan en el swap como indicador objetivo del comportamiento bursátil de los mercados secundarios. Su función de activo subyacente en este swap es diferente a la de otros índices de referencia, como pueden ser los índices del mercado interbancario.

C) OBLIGACIONES DE PAGO

El contrato de permuta financiera sobre acciones o índices es un contrato bilateral, del que surgen obligaciones para ambas partes, que entendemos son recíprocas e interdependientes, referenciadas a un activo subyacente distinto para cada parte (renta variable de acciones o índices, un tipo de interés). El cálculo de las obligaciones de pago de las partes se determina por referencia a las oscilaciones de valor de la renta variable y los tipos de interés. Articular el swap bursátil el cambio

financiero bilateral⁹⁹, de dos corrientes de pago de efectivo o valores negociables (en este último caso, solo si el contrato es o puede ser liquidado mediante entrega de los valores subyacentes) en los vencimientos temporales fijados en los documentos de confirmación del contrato.

Las prestaciones en que se materializa dicho cambio financiero pueden ser dinero o valores negociables, dependiendo del tipo de permuta financiera y de si el contrato se liquida en efectivo (por diferencias) o en especie (mediante entrega de valores), siendo la liquidación en especie mediante compraventa bursátil únicamente posible en los contratos de permuta financiera que recaen sobre acciones.

Las obligaciones de pago bajo el contrato son recíprocas y sinalagmáticas. Una parte se obliga a pagar, con carácter incondicionado y con la periodicidad de pago acordada (mensual, trimestral, semestral), pagos en efectivo calculados mediante la aplicación de un tipo de interés sobre el importe nominal del swap, y la otra parte se obliga a entregar en las fechas de liquidación preestablecidas o al vencimiento final la diferencia positiva en efectivo entre el precio/nivel de cierre de las acciones o del índice bursátil en el mercado y el precio/nivel de referencia inicial de las acciones subyacentes o del índice bursátil fijado en la confirmación en el momento de la contratación. La estructura del contrato articula la cesión de los beneficios procedentes de la revalorización bursátil y la transferencia del riesgo de las pérdidas a cambio del importe correspondiente a la rentabilidad de un tipo de interés: se intercambian, diferencialmente o no, los rendimientos de la renta variable de unos valores o de un índice bursátil por o a cambio de liquidaciones de efectivo

⁹⁹ IBAÑEZ. J., *El contrato de instrumentos...*, op. cit., pp. 125.

calculadas por referencia a un tipo de interés; pagos vinculados a la revalorización bursátil de un paquete de acciones o de un índice bursátil por o a cambio de pagos en efectivo calculados por referencia a un tipo de interés.

En caso de pérdidas, el diferencial negativo entre el precio/nivel de contratación inicial y el precio/nivel final de cierre de las acciones o del índice bursátil en el mercado es íntegramente asumido por la parte que abona pagos de efectivo calculados sobre un tipo de interés¹⁰⁰. Por encima del precio inicial las ganancias son abonadas por la parte que asume pagos por revalorización bursátil para la parte que realiza pagos referenciados a tipos de interés; por debajo, las pérdidas debe ser abonados Es de esencia de estos contratos que la parte que puede beneficiarse de la subida o apreciación del valor de las acciones o el índice bursátil asuma todos los beneficios (ganancias) y todos los riesgos (pérdidas) inherentes a la titularidad del subyacente, incluyendo el riesgo de pérdidas a consecuencia de una evolución desfavorable del subyacente que haya resultado en liquidaciones negativas. En este último supuesto, en las fechas de liquidación previstas o al vencimiento final del contrato de permuta financiera, dicha parte estará obligada a abonar a su

¹⁰⁰ La retención de todos los riesgos, tanto de subida como de bajada de las acciones o el índice bursátil es un carácter reiteradamente declarado en las resoluciones de la Subdirección General de Impuestos sobre las Personas Jurídicas que han abordado el tratamiento fiscal del contrato y de los dividendos percibidos por la sociedad que contrata el swap: “[...] *La venta de las acciones no originará su baja en el balance si al amparo del “Equity Swap” se retienen los riesgos y beneficios de las acciones enajenadas*” (Consulta Tributaria Vinculante V3608-13 de 16 de diciembre de 2013). En la Consulta Tributaria Vinculante V1294-08 de 19 de junio de 2008 se aborda esta misma problemática de la contabilización de las pérdidas derivadas de un contrato de permuta financiera sobre acciones liquidado por diferencias: “[...] *Cada transmisión de acciones ha supuesto la cancelación parcial de la permuta financiera abonando la consultante a la entidad financiera la diferencia entre el importe obtenido por la transmisión y el importe nominal de las acciones, así como los intereses del contrato. [...] 2. En la medida en que, en virtud del contrato, la consultante no debería haber dado de baja las acciones por no haber sido transmitidos en ese momento los riesgos y ventajas sustanciales inherentes a la titularidad de las mismas, deberá reconocer el beneficio o pérdida derivada de la transmisión de acciones a terceros*”. En el mismo sentido, ALEMANY J., “*Las personas interpuestas ...*”, *op. cit.*, pp. 104.

contraparte las pérdidas de las acciones o el índice respecto del precio/nivel inicial fijado en la fecha de contratación de la operación.

D) LA CLÁUSULA DE RETORNO ABSOLUTO EN EL SWAP SOBRE ACCIONES ("TOTAL RETURN SWAP")

Los derivados referenciados a acciones admitidas a negociación son instrumentos financieros que generan situaciones asimiladas a la titularidad indirecta, o beneficiaria, de los valores subyacentes¹⁰¹. En la Directiva 2013/50/UE¹⁰² que modifica los requisitos de transparencia, se definen como contratos de derivados financieros de efecto económico equivalente a la tenencia de acciones y derechos de suscripción (una definición muy similar a la de nuestro art. 5.1 d) del RD OPAs).

Además de la facultad electiva del sistema de liquidación, las partes pueden configurar el swap sobre acciones como de retorno absoluto, especialmente si recae sobre acciones individuales, incluyendo en el pacto de permuta financiera la cesión convencional de las cantidades equivalentes a dividendos y los derechos de voto de las acciones subyacentes al contrato, con independencia de si las acciones se han adquirido previamente o no. En virtud de esta operativa, la contraparte que en la relación jurídica de swap ha asumido el riesgo de revalorización bursátil del paquete de acciones se obliga a abonar a la contraparte el retorno absoluto, que incluye todos los importes por concepto de dividendos y otras percepciones de las acciones subyacentes. El titular del instrumento financiero adquiere una exposición económica similar a la de contado,

¹⁰¹ PARKER, E., "Overview and introduction to...", *op. cit.*, pp. 74 y 75.

¹⁰² DOUE, L 294, 6 de noviembre de 2013.

parecida a la de otros instrumentos financieros referenciados a acciones, como los CFDs, o las opciones y contratos a plazo que incluyen el pacto de rentabilidad absoluta.

La cláusula de retorno absoluto compromete la cesión de los derechos económicos de las acciones subyacentes, cedidos a la contraparte durante el periodo de vigencia del swap. Los elementos del pacto de retorno absoluto no incluyen la cesión de los derechos de voto anejos a las acciones subyacentes, porque lo relevante es la obtención de la rentabilidad económica absoluta de la posición en acciones en todas las situaciones del mercado. El acuerdo expreso o tácito entre las partes puede, sin embargo, extender el acuerdo a la cesión del derecho de voto a través de alguno de los mecanismos admitidos en nuestra legislación de transparencia (compromiso de delegación del derecho de voto en junta, usufructo de acciones, acuerdo de transferencia temporal, etc.), con su consiguiente reflejo en el coste financiero del swap.

La posición del titular del instrumento financiero queda así equiparada a una posición inversora de tenencia indirecta de acciones, acompañada de los derechos de voto por un título contractual de swap¹⁰³. En el lado contrario, la posición del pagador de la revalorización bursátil, titular de las acciones en el registro contable de

¹⁰³ Como instrumentos financieros “*con un efecto similar a la tenencia de las acciones*” se definen a los contratos de permuta financiera sobre acciones y a los restantes derivados financieros sobre acciones en los Considerandos de la Directiva 2013/50/UE sobre la armonización de los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores se admiten a negociación en un mercado regulado que modifica Directiva 2004/109/CE: “[...] *Para asegurar que los emisores y los inversores conozcan plenamente la estructura de la titularidad empresarial, la definición de instrumentos financieros de la citada Directiva debe abarcar todos los instrumentos de efecto económico similar a la tenencia de acciones y derechos de suscripción*” (Considerando (9) Directiva 2013/50/UE).

anotaciones en cuenta, queda desprovista de contenido real por efecto del swap¹⁰⁴.

Pierde el interés en la marcha de la sociedad y se convierte en un accionista aparente¹⁰⁵.

E) ATIPICIDAD

El contrato de permuta financiera sobre acciones o índices carece de regulación sustantiva en nuestro Ordenamiento mercantil. Pese a tratarse de un contrato mercantil de amplia difusión en los mercados de valores, de importe muy significativo en las operaciones, el contrato es atípico. En la legislación comunitaria o estatal de los contratos de derivados financieros no encontramos una definición legal que recoja el

¹⁰⁴ Esta situación de disociación de contenidos de la posición de accionista del swap sobre acciones, se explica muy bien en la fundamentada Resolución 00/3562/2005 de 23 de noviembre de 2006 del Tribunal Económico-Administrativo Central, en la resolución de una consulta tributaria sobre el tratamiento fiscal del swap sobre acciones de cobertura financiera de un plan de opciones sobre acciones. La Resolución llega a la conclusión que la consultante-intermediario financiero no llegó a ostentar nunca la titularidad real y efectiva de las acciones subyacentes al swap: “[...] *puede concluirse, tal y como hizo la Inspección, que la reclamante no llegó a ostentar la titularidad real y efectiva de las acciones de Z, entendida como posibilidad de disfrute de un conjunto de derechos reconocidos por la legislación mercantil (artículo 48.2 del Real Decreto Legislativo 1564/1989 por el que se aprueba el Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas). Tales derechos del accionista, clasificados por la doctrina en derechos políticos y económicos, no son disfrutados plenamente por la interesada, al verse privada de algunos de ellos en virtud de los contratos de permuta financiera suscritos*”. Concluye la Resolución afirmando que “[...] *la titularidad de las acciones se ve vaciada de contenido en derechos, pudiendo llegar a calificarse como una titularidad meramente fiduciaria, como lo remarca el hecho de que Z puede obligar a X a vender en el mercado todas o parte de las acciones en cualquier momento antes del vencimiento de los contratos.*”

¹⁰⁵ Una consideración general de conjunto sobre el impacto de los contratos de swap y otros derivados sobre acciones en el régimen de derechos del accionista establecido con carácter general en el art. 93 LSC, y en las prácticas de buen gobierno corporativo, puede leerse en el prólogo de los Profs. ALONSO LEDESMA y ALONSO UREBA a la completa monografía sobre la incidencia de los derivados de “equity” en el gobierno corporativo, en MUÑOZ PÉREZ, A.F., *Los derivados financieros equity y el gobierno corporativo de las sociedades*, Madrid, Marcial Pons, 2013, pp. 11: “[...] *Una de las alteraciones más recientes y significativas del modelo de control de las sociedades cotizadas ha venido provocada por la generalización en el mercado financiero de negocios jurídicos e instrumentos financieros para la cobertura de riesgos que posibilitan la separación del derecho de voto y riesgo de capital, es decir, que permiten atribuir poder de decisión en el seno de una sociedad cotizada a quien, sin embargo, no asume la responsabilidad o riesgo derivado de las decisiones adoptadas (al menos con el mismo alcance y fundamento con que participa en su adopción)*”.

objeto y la causa del contrato, o el conjunto de derechos y obligaciones de las partes. A tal efecto, los pactos entre las partes incluidos en el documento de confirmación y en las cláusulas del acuerdo marco de compensación contractual constituyen verdadera ley entre las partes, con la eficacia contractual característica de los contratos normativos de contenido estandarizado¹⁰⁶. La autonomía de la voluntad encuentra en el swap bursátil uno de los contratos con mayores posibilidades de personalización y estructuración.

Esta falta de tipicidad no es absoluta, ya que encontramos menciones -de mayor o menos concreción- a las permutas financieras sobre acciones o índices bursátiles en la legislación de transparencia bursátil y en la legislación de las operaciones de IICs con instrumentos financieros derivados. La legislación de transparencia de mercados bursátiles dictada en desarrollo del art. 53 LMV define el contrato de permuta financiera cuando recae sobre acciones, como un instrumento financiero que confiere el derecho a adquirir acciones emitidas y con derecho a voto, exclusivamente a iniciativa del titular del instrumento financiero (art. 28 del RDT). Esta definición se concentra en las facultades de adquisición discrecional del titular del instrumento financiero, de relevancia a efectos de su comunicación al mercado si se alcanzan, superan o reducen determinados umbrales de derechos de voto.

En lo que respecta a la legislación de las operaciones de las IICs con derivados, se hace una referencia indirecta al swap bursátil de acciones o índices en la Orden EHA/888/2008, de 27 de marzo, sobre operaciones de las instituciones de inversión colectiva de carácter financiero con instrumentos financieros derivados,

¹⁰⁶ OLIVENCIA, M., "Calificación concursal del...", *op. cit.*, pp. 32-35.

cuando se refiere a las operaciones de permuta financiera cuyo subyacente sea negociado en un mercado en el que se difunda un precio de mercado diario obtenido a partir de las operaciones de compraventa que se hubieran cruzado ese día.

En el Contrato Marco CMOF utilizado en las transacciones sujetas a legislación común española se define el contrato de permuta financiera sobre acciones o índices como *“aquella operación financiera formalizada entre dos partes en virtud del cual éstas acuerdan intercambiarse entre sí, en una o en varias fechas periódicas predeterminadas, el importe resultante de aplicar un tipo de interés fijo o variable sobre un determinado importe nominal durante un determinado período de duración por o a cambio del importe resultante de aplicar la revalorización o apreciación sobre el mismo importe nominal del precio de cotización de un lote de acciones o de un índice bursátil de referencia durante el mismo período de duración”*. La Guía de Definiciones de los contratos de derivados financieros referenciados a activos de renta variable de la asociación internacional ISDA, elaborada en el año 2002, define el contrato por referencia a sus distintas clases (sobre una acción individual, un índice bursátil o una cesta de índices bursátiles) sin ahondar en los derechos y obligaciones asumidas, como *“una operación financiera formalizada fuera de mercados regulados relativa a un contrato de permuta financiera sobre un índice bursátil individual, una participación de un valor negociable individual o una cesta de índices o de valores negociables”*.

Aunque existen escasos pronunciamientos, el contrato de permuta financiera que referencia acciones o índices bursátiles también ha sido analizado en algunas resoluciones judiciales, así como en resoluciones administrativas de la Dirección

General de Tributos, el Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas o los Tribunales Económico-Administrativos. La definición del auto de 7 de noviembre de 2012 de la Audiencia Provincial de Madrid recoge el conjunto de obligaciones asumidas y define el contrato como una operación financiera realizada al amparo de un contrato marco de operaciones financieras *“en una transacción que vincula a dos partes: una se comprométete a entregar a otra una cantidad variable vinculada a la evolución al alza del precio de una acción y sus dividendos (puede ser también un índice bursátil o una cesta de valores) a cambio de recibir de la otra parte una cantidad fija o variable basada en la evolución de algún tipo de interés establecido en el momento de contratación y una cantidad referenciada a la baja del precio de dicha acción durante un período de tiempo que se determina en el contrato”*.

Siguiendo esta línea de interpretación, la importante SJM núm. 10 de Barcelona de 17 de febrero de 2015¹⁰⁷, una de las pocas sentencias que hasta ahora ha abordado la naturaleza jurídica del swap de acciones o índices, define el contrato como *“un producto extremadamente complejo”* que establece una serie de relaciones entre las partes *“con base en la cotización de un subyacente de acciones determinado”*, en el que las obligaciones de las partes se hacen depender del precio de cotización de las acciones del emisor de que se trate *“determinando los flujos de dinero entre las partes en función de la cotización de la acción subyacente”*, lo que determinará que en el momento de la liquidación del swap una parte tenga que pagar a la otra, o viceversa, sin perjuicio en todo caso de las liquidaciones de efectivo que haya lugar a abonar por aplicación de un tipo de interés sobre el importe nominal del swap.

¹⁰⁷ SJM núm. 10 de Barcelona de 17 de febrero de 2015 (JUR 2015/88993).

III. PARTES INTERVINIENTES

A) CARÁCTER PROFESIONAL Y CUALIFICADO

El contrato de swap involucra a dos partes profesionales, de las que una de ellas es una entidad financiera que presta servicios de inversión con carácter profesional a terceros sobre instrumentos financieros derivados (art. 62.1 LMV). A la entidad financiera que actúa de contrapartida en la operación de permuta financiera (una entidad de crédito o una empresa de servicios de inversión), la identificamos en el negocio jurídico como el intermediario financiero¹⁰⁸. En el negocio de swap asume el riesgo de subida o bajada -en función del tipo de cobertura alcista o bajista buscada- del precio de cotización de las acciones o índices bursátiles frente a la parte que contrata el instrumento financiero, ya sea esta una contraparte financiera o un inversor profesional. Por su parte, el cliente es la contraparte que inicia la relación y solicita la contratación de la cobertura al intermediario. El ámbito de la relación negocial del swap es especializado y

¹⁰⁸ La noción de intermediario financiero no es desconocida en el acervo societario de la LSC, que la utiliza para referirse a entidades financieras que prestan servicios de inversión a la sociedad en la emisión de valores o en la llevanza del registro contable de anotaciones en cuenta. Así, los arts. 41 y 34 LSC se refiere a la actuación de los intermediarios financieros en la constitución sucesiva de la sociedad anónima. El art. 524 LSC también se refiere a los intermediarios financiero respecto al ejercicio del derecho de voto a través de entidades intermediarias [financieras], que aparecen legitimadas como accionistas en virtud del registro contable de las acciones “*pero que actúan por cuenta de diversas personas*”. Se trata, por otra parte, de un término generalizado para referirse a la entidad financiera que asume frente al cliente el compromiso financiero de pago del diferencial de valor del activo subyacente, en diferentes disposiciones legales relativas a los derivados, como el RIIC, la Orden EHA/888/2008, de 27 de marzo, sobre operaciones de las instituciones de inversión colectiva de carácter financiero con instrumentos financieros derivados o la Circular 6/2010, de 21 de diciembre, de la CNMV, sobre operaciones con instrumentos derivados de las instituciones de inversión colectiva.

cualificado, entre partes profesionales que conocen la mecánica de funcionamiento del contrato (art. 78 bis. 2 LMV)¹⁰⁹.

En los contratos de permuta financiera referenciados a índices bursátiles intervienen dos contrapartes financieras, siendo una de ellas un intermediario financiero sujeto a supervisión prudencial de su actividad que cumple los requisitos de la legislación de IICs para prestar la contrapartida del derivado, y la otra parte una SGIIC que, en calidad de cliente, contrata la operación de permuta financiera para cubrir el riesgo de subida o bajada del índice bursátil. En el swap de acciones interviene un intermediario financiero prestando la cobertura bajo el swap y un inversor profesional (sociedad mercantil, fondo de inversión, inversor cualificado, etc.), al que le presume conocimientos y experiencia y que en caso de ser una sociedad mercantil cumple con los umbrales de activos, cifra de negocio y recursos propios para ser considerado como cliente profesional a efectos de la clasificación de clientes profesionales prevista en el art. 78 bis de la LMV.

B) LA DELIMITACIÓN DE LA POSICIÓN DE COMPRADOR Y VENDEDOR DEL INSTRUMENTO FINANCIERO DE SWAP

El swap sobre acciones o índices bursátiles es un instrumento financiero derivado que replica el movimiento de cotización de estos activos. La contratación del derivado involucra la negociación por cuenta propia en la venta de un instrumento de permuta financiera, a otra parte que compra el swap. La utilización de las convenciones del contrato de compraventa (comprador, vendedor, etc.) es

¹⁰⁹ MUÑOZ PÉREZ, A.F., *Los derivados financieros...*, op. cit., pp. 117-118.

inevitable, además de constituir una exigencia regulatoria de comunicación de las operaciones sobre instrumentos financieros OTC a la CNMV.

En el swap sobre acciones o índices, el cliente puede adoptar un perfil comprador en la expectativa de que la cotización suba, o adoptar un perfil vendedor, a la espera de que la cotización baje. A partir de este esquema básico, la delimitación de la posición de comprador y vendedor del swap dependerá del análisis del trasfondo económico del contrato, analizando previamente si el contrato se formaliza para cubrir el riesgo de subida (posición compradora) o para neutralizar el riesgo de bajada de las acciones o del índice bursátil (posición vendedora), dado que en uno u otro caso cambia la parte que se considera vendedor y comprador del instrumento financiero, conforme a los criterios que viene manteniendo la Dirección General de Mercados Secundarios de la CNMV para la comunicación de las operaciones sobre instrumentos financieros derivados¹¹⁰.

En este sentido, las convenciones incluidas en los documentos de confirmación de la operación establecen que en los contratos de permutas financieras sobre acciones o índices se considerará comprador del instrumento de permuta financiera a aquella parte que se obliga a realizar pagos de efectivo calculados mediante la aplicación de un tipo de interés en las fechas de liquidación establecidas, a cambio de recibir pagos por la revalorización en Bolsa de las acciones o del índice bursátil, en su caso. Por el contrario, se considerará vendedor del instrumento de permuta financiera a aquella parte que se obliga a abonar pagos por revalorización bursátil de

¹¹⁰ El análisis del trasfondo económico de la operación confirmará si el derivado se ha formalizado con intención de cobertura bajista o alcista, determinando la parte vendedora y la parte compradora, v. LORRIO, A., *"El impacto de ..."*, *op. cit.*

las acciones o del índice, recibiendo pagos de efectivo calculados por referencia a un tipo de interés.

El intermediario financiero que interviene prestando el servicio de inversión facilita la cobertura del riesgo de subida de precio (posiciones alcistas o largas), y asume los riesgos de bajada de precio (posiciones bajistas o cortas), como vendedor del instrumento financiero de swap al cliente, en el primer caso, y como comprador del instrumento financiero swap vendido por el cliente, en el segundo. Esta clasificación se ajusta a los Criterios de la CNMV para la comunicación de operaciones sobre instrumentos financieros OTC publicadas por la Dirección General de Mercados Secundarios de la CNMV en julio de 2008, y reiteradas el 29 de noviembre de 2013, en las que, a efectos de identificación de las partes del swap sobre acciones o índices bursátiles en la información remitida a la CNMV, se considera comprador del swap, a aquella contraparte que se beneficie ante subidas de precio/nivel de cotización de las acciones o del índice bursátil, a la que identificaremos en nuestro análisis como el “Pagador de Tipo Variable”; a la inversa, se considerará vendedor del swap a la contraparte que se beneficie ante bajadas del precio/nivel de las acciones o del índice bursátil, a la que identificaremos en nuestro análisis como el “Pagador de Revalorización Bursátil”.

El término “pagador” es un vocablo reconocido en el Diccionario de la lengua española, que alude al acto solutorio de pago de una deuda (el “*que paga*”). Además, el término pagador es la denominación empleada para identificar a las partes del contrato de swap (y de otros derivados) en las confirmaciones que se firman al amparo del Contrato Marco CMOF de AEB-CECA, de utilización en las

transacciones sujetas a ley española, por lo que no resulta una convención extraña a los intermediarios y empresas que contratan derivados. En la denominación de Pagador de Tipo Variable se ha tenido en cuenta que este es el término que el Anexo II del CMOF utiliza para referirse a la contraparte del swap que se compromete a realizar pagos de efectivo calculados mediante la aplicación de un tipo de interés variable sobre el importe nominal del swap. Ello no excluye que pueden darse supuestos, poco frecuentes en este swap, en que las liquidaciones de efectivo deban calcularse por referencia a un tipo de interés fijo, y no variable.

La identificación de un comprador y un vendedor del instrumento financiero de swap son convenciones¹¹¹ utilizadas para identificar a la parte que compra o vende el swap en los campos de información financiera de reporte que debe ser remitida a la CNMV (art. 59 LMV), aunque como analizaremos sus efectos van más allá de la identificación de los sujetos intervinientes en el swap.

IV. ESTRUCTURA DEL CONTRATO

A) COBERTURA DEL RIESGO BURSÁTIL

La funcionalidad del contrato de permuta financiera sobre acciones o índices bursátiles permite la cobertura o especulación en las posiciones largas o alcistas del mercado bursátil, y la protección frente al riesgo de mercado en las posiciones cortas o bajista del mercado de renta variable. Del riesgo de mercado existen numerosas disposiciones en la teoría de los derivados financieros, aunque quizás una de las más

¹¹¹ IBAÑEZ, J., *El contrato de instrumentos...*, op. cit., pp. 127.

acertadas es la definición contenida en la derogada Circular 1/1998, de 10 de junio, de la CNMV sobre sistemas internos de control, seguimiento y evaluación continuada de riesgos, que definió el riesgo de mercado como el *“riesgo de que movimientos adversos en los precios generen pérdidas desproporcionadas”*.

1. Cobertura de las tendencias al alza

Para la cobertura de las posiciones alcistas, el contrato involucra a un intermediario financiero que presta un servicio de inversión de contrapartida del derivado en calidad de Pagador de Revalorización Bursátil, que acuerda con la contraparte, Pagador de Tipo Variable, el pago por parte del intermediario financiero al Pagador de Tipo Variable de la diferencia positiva, en su caso, entre el precio final de cierre y el precio inicial de contratación del swap, a cambio del pago por parte del Pagador de Tipo Variable de liquidaciones de efectivo calculadas por referencia a un tipo de interés. El Pagador de Tipo Variable formaliza el contrato anticipando una subida del precio/nivel de cotización de las acciones o de los índices subyacentes, interesado en la cobertura del riesgo de revalorización bursátil.

Al vencimiento de la operación una de las partes ha de abonar a la otra la diferencia de valor del subyacente. El intermediario financiero abonará la revalorización o variación al alza del subyacente en caso de subida del precio de cotización. Por el contrario, si el valor de las acciones o el índice ha descendido de precio o nivel de cotización, el intermediario financiero no abonará ningún importe y el Pagador de Tipo Variable quedará obligado a abonar al intermediario financiero la liquidación negativa de pérdidas respecto al precio inicial fijado en la confirmación,

así como el importe de las liquidaciones de efectivo calculadas por referencia al tipo de interés pactado que estuvieran pendientes de abono al vencimiento.

2. Cobertura de las tendencias a la baja

A la inversa, en situaciones de expectativa bajista, el intermediario financiero, en calidad de Pagador de Tipo Variable, acuerda con la contraparte, que actúa en calidad de Pagador de Revalorización Bursátil, estabilizar el valor de mercado de un paquete de acciones en una sociedad cotizada o la cotización de uno o varios índices, comprometiéndose a abonar las liquidaciones referenciadas al tipo de interés pactado sobre el importe nominal del contrato, recibiendo en caso de revalorización la diferencia positiva entre el precio/nivel de cierre de las acciones o del índice bursátil y el precio/nivel inicial fijado en la confirmación.

B) ELEMENTOS DE ESTRUCTURA

En ambas situaciones de mercado, los elementos que componen el cálculo de las cantidades a pagar son los siguientes:

1. Importe nominal

El importe nominal del contrato es una cantidad equivalente al resultado de multiplicar el número total de acciones subyacentes afectas al contrato o el importe total de la operación por el precio/nivel inicial de las acciones o del índice en la fecha de contratación de la operación. El importe nominal podrá ser alterado al alza

o a la baja, respectivamente, si se afectan nuevas acciones al contrato, o si existen cancelaciones parciales del contrato como consecuencia del pago de importes de liquidación intermedios en efectivo o en especie antes del vencimiento final de la operación.

2. *Precio inicial*

El precio inicial es el precio por acción fijado en la confirmación de operación o el nivel inicial del índice de referencia, en la fecha de contratación. Si el subyacente son acciones, el precio inicial puede ser el precio de apertura o el precio de cierre del valor en la Bolsa de cotización, o, en el supuesto más habitual en la práctica de mercado, el precio medio ponderado al que se realice la adquisición de las acciones hasta completar la cobertura total de la operación durante el período de construcción de la cobertura fijado en la confirmación.

3. *Precio final*

En la liquidación por diferencias en efectivo, el precio final es el precio medio ponderado al que el Pagador de Revalorización Bursátil realiza en el mercado la venta de las acciones tomadas en cobertura. El resultado de la venta determinará la existencia de ganancias o pérdidas en la operación.

En caso de liquidación física en especie, el precio final es el precio inicial al que se ejecuta la compraventa de las acciones subyacentes. Su cálculo resulta irrelevante a efectos de la determinación diferencial.

4. *Importe de liquidación*

El importe de liquidación, o la cantidad a pagar, es el importe a abonar por una parte a la otra en cada una de las fechas de liquidación establecidas o al vencimiento del contrato. Puede ser una liquidación positiva si el contrato arroja beneficios o una liquidación negativa en caso de pérdidas. Se calcula multiplicando la diferencia entre el precio/nivel final y el precio/nivel inicial del subyacente (acciones o índices bursátiles) por el número de acciones o unidades del índice o índices de referencia en cada período de cálculo considerado.

5. *Tipo de interés*

El tipo de interés es el activo subyacente sobre el que se calculan las liquidaciones de efectivo calculadas por referencia al tipo de interés aplicado sobre el importe nominal del swap, abonadas al Pagador de Revalorización Bursátil, en contraprestación por la asunción del riesgo de fluctuación al alza o a la baja de las oscilaciones del subyacente de acciones o índices bursátiles. Los pagos de efectivo calculados por referencia al tipo de interés acordado son satisfechos por parte del cliente al intermediario financiero en la cobertura de las posiciones alcistas; y al cliente, por parte del intermediario financiero, en la cobertura de las posiciones bajistas.

6. *Fechas de liquidación*

Las fechas de liquidación representan en este swap los hitos temporales de liquidación fijados en el documento de confirmación para la liquidación por diferencias o mediante entrega, hasta la fecha de vencimiento final. A su vez, la fecha de vencimiento final es aquella en la que las partes deberán realizarse los pagos de efectivo pendientes. Si el contrato se liquida mediante entrega, el vencimiento final es la fecha de ejecución de la orden de compraventa de los valores subyacentes.

V. DIFERENCIAS CON OTROS DERIVADOS REFERENCIADOS A ACTIVOS DE RENTA VARIABLE

El contrato de permuta financiera sobre acciones o índices es un contrato mercantil principal y autónomo que, estando incardinando en la categoría de los contratos de derivados financieros, presenta diferencias en su naturaleza jurídica con otros derivados financieros cuyo activo subyacente son acciones o índices. El primero y más evidente, el carácter extrabursátil u OTC de las operaciones de permuta financiera, ya lo hemos comentado anteriormente en nuestro estudio.

A) PLURALIDAD DE ACTIVOS SUBYACENTES

La pluralidad de activos subyacentes es otra diferencia. En los contratos de permuta financiera sobre acciones o índices, las partes acuerdan el intercambio de pagos periódicos durante la vigencia del contrato sobre la variación experimentada

por dos tipos de activos: un subyacente de renta variable que es una acción individual o un índice o cestas de índices bursátiles, y una referencia de tipo de interés¹¹². Las obligaciones de pago de ambas partes, a diferencia de otros contratos de derivados como los contratos a plazo o las opciones financieras OTC que también replican la renta variable, van referidas a la evolución de dos activos subyacentes distintos para una y otra parte¹¹³. Esta característica aleja los swap sobre acciones o índices de los contratos a plazo y de las opciones, que son derivados financieros relacionados con un único activo subyacente de renta variable. En este sentido, debido a la estructura de pagos periódicos y de tracto sucesivo, las permutas financieras sobre acciones permiten cubrir posiciones que representan un riesgo de mercado por un plazo mayor que las opciones y futuros negociados.

¹¹² Las obligaciones de pago de las partes bajo el contrato de permuta financiera sobre acciones o índices van referenciadas a dos tipos de activo subyacente. Las acciones o los índices, de un lado, y un tipo de interés, de otro. A pesar de ello, el apartado 3.8.3 de la Guía de Comunicación de Operaciones de la CNMV de 29 de noviembre de 2013 parece considerar que el contrato de “equity swap” únicamente tiene un subyacente (y no dos), las acciones o los índices: “3.8.3. *Para instrumentos derivados OTC (obligatorio): A continuación, se describe la información necesaria para la comunicación de determinados instrumentos derivados OTC. Nótese que se cubre exclusivamente un grupo de los instrumentos financieros enumerados en el artículo 2 de la LMV. En concreto, Futuros, Opciones, Contratos por Diferencias (CfD), Equity Swaps y Credit Default Swaps, que no cuenten con código ISIN y que tengan como subyacente instrumentos admitidos a negociación en mercados regulados de la Unión Europea. Comprenden aquellos instrumentos derivados que aún no estando admitidos a cotizar en un mercado regulado, su subyacente sí lo está. Esto incluye derivados sobre índices y cestas de valores. En el caso de las cestas, se comunicarán las operaciones ejecutadas sobre aquellos derivados sobre cestas compuestas de hasta un máximo de 4 valores, cuando al menos uno de los valores que componen la cesta esté sujeto a la obligación de reporte. Por tanto, no se reportarán operaciones de derivados OTC sobre cestas con más de 4 valores. Al respecto, MUÑOZ PÉREZ, A.F., *Los derivados financieros...*, op. cit., pp. 113: [...] lo característico es el aprovechamiento recíproco de las ventajas comparativas por la volatilidad de dos subyacentes, en la medida en que se trata de relacionar dos subyacentes, desapareciendo la posibilidad de reducir a un único denominador común las diferentes expectativas de las partes –compradores alcistas y vendedores bajistas- sino que en la permuta las expectativas de las partes se proyectan sobre un instrumento diferente a aquel otro sobre el que recae la otra contraparte del contrato”.*

¹¹³ VEGA, J.A., “El contrato de ...”, op. cit., pp. 42.

B) PERIODICIDAD DE PAGOS

La periodicidad de pagos es otro rasgo diferenciador. En los contratos de permuta financiera sobre acciones o índices, los pagos de efectivo correspondientes a las liquidaciones resultantes de la aplicación del tipo de interés del swap, son regulares y sucesivas, en base a liquidaciones cuya cuantía se calcula al tipo de interés acordado con la periodicidad de liquidación establecida.

En los contratos a plazo o en las opciones, además de la liquidación al vencimiento de la operación, generalmente no existen liquidaciones intermedias¹¹⁴.

C) FORMA DE LIQUIDACIÓN

Finalmente, se ha señalado la forma de liquidación o de cumplimiento de las obligaciones bajo el contrato como otro elemento diferenciador. Los contratos de permuta financiera, además de abarcar dos tipos de activos subyacentes, son liquidables por diferencias y en especie, en este último caso con intercambio de las acciones por un precio de compraventa. Esta última forma de liquidación es menos usual en los contratos a plazo o en las opciones, que son instrumentos financieros de carácter diferencial, especialmente las opciones, habitualmente referenciados a índices y liquidables por diferencias mediante el pago de un importe de liquidación

¹¹⁴ MUÑOZ PÉREZ, A.F., *Los derivados financieros...*, op. cit., pp. 113, sobre las diferencias con los contratos a plazo "forward" [...] *"En el contrato forward dicha exposición al riesgo es bilateral, por este motivo se incide en subrayar que en el swap cada una de las partes se obliga a entregar a la otra, en los términos pactados, sumas de dinero determinadas o determinables según los parámetros objetivos, y calculados sobre un capital de referencia que permanece invariable, es decir, debe tratarse de diversos pagos, ya que si se realiza un único pago estaríamos dentro del campo conceptual del forward"*.

en efectivo, en operaciones con finalidad de inversión o de consecución de un objetivo de rentabilidad¹¹⁵.

VI. CONVENCIONES ESENCIALES DEL CONTRATO

A) NOCIÓN

Se entiende por convenciones el conjunto de términos particulares y definiciones técnicas negociadas relativas a la operación concreta de derivados, incluidas en el documento de confirmación y en los anexos negociados del contrato marco de operaciones financieras firmado con la contraparte. Las convenciones hacen referencia a términos y definiciones pre-redactados de uso repetido y significado acordado que es necesario que las partes concreten en el documento de confirmación y los anexos del contrato marco utilizado, junto con otros términos y precisiones acordados en la negociación individualizada, derogando o añadiendo aspectos adicionales a la regulación de contrato normativo que el contrato marco supone para ambas partes. Los términos y condiciones de inclusión en la confirmación se reiteran en todas las operaciones, limitándose las partes a concretar los datos relevantes de carácter financiero que sean de aplicación a cada específica operación.

En los contratos de permuta financiera sobre acciones o índices bursátiles, las convenciones son esenciales para la caracterización de la operación, ya que la estandarización conseguida merced al uso generalizado de los contratos marco, aunque ha conseguido simplificar la negociación de los términos y condiciones del contrato, no

¹¹⁵ MUÑOZ PÉREZ, A.F., *Los derivados financieros...*, op. cit., pp. 113.

ha suprimido la necesidad de especificar los términos concretos de la operación. En la concreción particular de las convenciones de habitual inclusión en la confirmación de operación es frecuente que las partes utilicen las definiciones contenidas en el contrato marco y sus anexos que se esté utilizando (ya sea bajo formato ISDA, CMOF de AEB o FBE). Estas asociaciones ponen a disposición de los operadores diferentes guías de definiciones con significados de términos de común utilización e incluso anejos tipo y modelos de confirmación. Este es el caso de la guía de interpretación de las definiciones para derivados financieros de renta variable de ISDA del año 2011 o del anexo II de definiciones del Contrato Marco CMOF de AEB. Aparte de las convenciones habituales relativas a la fecha de la operación, fecha de efectividad y fecha de vencimiento final, las principales convenciones que deberá recoger la confirmación de operación de permuta financiera sobre acciones o índices, son las siguientes:

B) CONVENCIONES HABITUALES

1. Términos relativos al activo subyacente

Es el activo subyacente de renta variable al que van referidas las obligaciones de las partes y sobre el que se calcula la revalorización o depreciación del subyacente en las permutas financieras. Las acciones se identificarán por el código ISIN, el “ticker” de Bolsa del valor, la Bolsa de Valores de cotización y mercados de cotización conexos (v.gr., MEFF u otros), y todos aquellos datos identificativos del valor. Se incluirá asimismo el número de acciones de la operación y el precio de referencia inicial. En el caso de índices, se identificará el índice o índices bursátiles replicados, el nivel inicial

del índice en la fecha de contratación y el importe nominal del contrato sobre el que se calculará la variación porcentual del índice.

2. *Pagador de Revalorización Bursátil*

Conforme a los criterios de identificación de las posiciones en derivados de la CNMV, el Pagador de Revalorización Bursátil es la parte que vende el swap asumiendo el riesgo de subida del precio/nivel de cotización de las acciones o del índice subyacente. El Pagador de Revalorización Bursátil se obliga a abonar en las fechas de liquidación prefijadas, o al vencimiento final, el diferencial positivo de revalorización bursátil de las acciones o la variación al alza del índice bursátil, en su caso, sobre el precio de referencia inicial fijado en la confirmación. La contraparte que actúa en el swap como Pagador de Revalorización Bursátil es una entidad financiera (una entidad de crédito o empresa de servicios de inversión) en la cobertura del riesgo de las posiciones alcistas o largas, y un cliente profesional en la cobertura del riesgo de las posiciones bajistas o cortas.

3. *Pagador de Tipo Variable*

Conforme a los criterios de identificación de las posiciones en derivados de la CNMV, el Pagador de Tipo Variable es el tenedor o titular del instrumento financiero. En las posiciones de cobertura alcista, el Pagador de Tipo Variable se obliga a abonar pagos de efectivo calculados mediante la aplicación de un tipo de interés sobre el nominal, al Pagador de Revalorización Bursátil, calculando las liquidaciones al tipo de interés pactado en la operación (usualmente un tipo variable, en base a una referencia de

liquidación aceptada). Su identificación como Pagador de Tipo Variable es exclusivamente a efectos de la identificación de su posición en la relación bilateral de swap, dado que no abona ningún “tipo de interés”: los pagos que efectúa a la contraparte son exclusivamente abonos de efectivo que no tienen la naturaleza jurídica de deuda de intereses.

En la cobertura del riesgo de las posiciones alcistas o largas, la contraparte que actúa en el swap como Pagador de Tipo Variable es un cliente profesional. En la cobertura del riesgo de las posiciones bajistas o cortas, la contraparte que actúa en el swap como Pagador de Tipo Variable es una entidad financiera que presta servicios de inversión.

4. Términos relativos a la liquidación

Las convenciones de liquidación son todos aquellos términos de liquidación incluidos en la confirmación de la operación de swap, tales como fecha de vencimiento, fechas de liquidación, sistema de liquidación, divisa de liquidación, etc. Si la operativa de liquidación acordada en la confirmación de operación es de retorno absoluto (“total return”), entonces el Pagador de Revalorización Bursátil estará adicionalmente obligado a abonar a la contraparte las cantidades equivalentes a las distribuciones de dividendos abonadas durante el periodo de referencia del swap.

VII. EL CARÁCTER EXTRABURSÁTIL (OTC) DEL SWAP SOBRE ACCIONES O ÍNDICES BURSÁTILES COMO ELEMENTO

CONDICIONANTE DE SU REGULACIÓN EN EL DERECHO COMPARADO: PLANTEAMIENTO DE LA CUESTIÓN

El origen de los derivados financieros es fundamentalmente extrabursátil, OTC, fruto de la innovación financiera. Corresponde a movimientos de autorregulación de los intermediarios del mercado financiero en la creación de instrumentos financieros aptos para la gestión del riesgo de la contratación a plazo de los activos financieros. El desarrollo de los swaps sobre acciones es posterior al de los derivados de primera generación y a la distribución masiva de los swaps de tipos de interés como la modalidad más extendida de permuta financiera. Comparte con todos ellos una característica común definidora y determinante de su desarrollo: su carácter extrabursátil, y, por tanto, la atipicidad del contrato de permuta financiera, carente de regulación sustantiva negocial.

En efecto, el análisis de Derecho comparado del “equity swap” debe partir de la atipicidad, fruto de la naturaleza extrabursátil, como premisa de partida. El reconocimiento de los swaps sobre acciones o índices bursátiles en la normativa comunitaria, estatal y en la específica de cada jurisdicción (junto a instrumentos derivados relativos a otros subyacentes) se dirige a reconocer la contratación de instrumentos financieros relacionados con valores e índices con la doble finalidad de proporcionar seguridad jurídica en la contratación y someter los derivados a normas de conducta del ámbito supervisor del mercado de valores. A nivel de la Unión Europea, el legislador comunitario ni siquiera ha proporcionado un concepto de los instrumentos financieros derivados, reservado para las normas contables.

Cuando indagamos sobre el régimen normativo de las permutas financieras sobre acciones existente en las legislaciones en que la contratación OTC ha tenido mayor acogida advertimos la ausencia de esquemas regulatorios sustantivos respecto de los derivados sobre acciones. La contratación marco estandarizada en base a los esquemas de los acuerdos marco de compensación contractual ha hecho innecesario la regulación del contrato en sus aspectos sustantivos. Cualquier regulación de carácter general probablemente sería infructuosa, parcial y poco duradera, si atendemos a las numerosas combinaciones, clases y subtipos de derivados sobre acciones, a partir de categoría tripartita esencial OTC de los contratos a plazo, las opciones y las permutas financieras. Se ha optado por delegar el régimen contractual de los derivados a la autonomía privada, facilitada por el éxito de la contratación marco, con el peligro de las asimetrías informativas cuando la contratación no es profesional.

La intervención legislativa, en el Derecho comparado internacional, comunitario o en nuestro Ordenamiento, se ha producido en aquellos casos en que la existencia de un interés público de los inversores justificaba la aprobación de normas sustantivas aplicables a las sociedades cotizadas. Las opciones legislativas en torno a los derivados financieros de renta variable, y singularmente respecto al "equity swap" (mencionado específicamente como subcategoría en la normativa aprobada) se ha centrado en los siguientes tres ejes comunes.

A) NORMAS DE TRANSPARENCIA BURSÁTIL

En primer lugar, se ha establecido un régimen de transparencia bursátil que obliga al titular del instrumento de permuta financiera a comunicar la participación indirecta de

derechos de voto ostentada a través de intermediarios financieros interpuestos cuando se alcanzan, superan o reducen determinados porcentajes de derechos de voto en las sociedades cotizadas que obligan a comunicar las tenencias de instrumentos financieros a la sociedad emisora y al supervisor, para general conocimiento del mercado.

B) REGULACIÓN DEL CONTROL CONCERTADO

En segundo lugar, se ha tenido en cuenta la utilización instrumental del swap sobre acciones en las operaciones corporativas de las sociedades cotizadas, para adquirir influencia, consolidar la posición accionarial o adquirir el control, en este último caso, a través de la adquisición de instrumentos financieros sobre acciones de manera concertada con un intermediario financiero interpuesto. A tal efecto, las legislaciones más avanzadas han establecido reglas de atribución de los derechos de voto de procedencia contractual, no dominical, que obligan al titular del instrumento financiero de swap a formular oferta pública de adquisición cuando la participación ostentada, de manera individual o combinada, en valores, swaps sobre acciones u otros instrumentos financieros derivados sobre acciones supera el porcentaje de derechos de voto, a partir del cual, se entiende alcanzado el control.

C) ESTABLECIMIENTO DE REGLAS ANTI-ABUSO FISCALES

Finalmente, en algunas legislaciones se han aprobado normas anti-abuso para evitar la utilización del swap sobre acciones con fines de arbitraje fiscal. En esencia, es una legislación encaminada a procurar la tributación de las plusvalías transferidas entre contrapartes de distintas jurisdicciones bajo una estructura de permuta financiera de

pagos, mediante la supresión de deducciones fiscales, la imposición de obligaciones formales, etc.

VIII.LEY APLICABLE AL CONTRATO

El swap sobre acciones o índices es un contrato de derivados nacido y desarrollado a partir de las técnicas de estandarización normativa de los acuerdos marco de compensación contractual aplicables a la contratación OTC, al margen de los mercados regulados. Las concretas operaciones de derivados formalizadas al amparo del contrato marco se rigen, usualmente, por la misma ley que resulta aplicable al acuerdo marco.

Cuando todos los elementos de la relación comercial se localizan en España (partes, cuentas de domiciliación de pagos, subyacente de valores o índices), el contrato de permuta financiera no presenta problemas de elección de ley aplicable. Regirá la ley española, con la que están conectados todos los elementos de la relación jurídica de swap.

Las cuestiones de elección de ley aplicable surgen cuando una de las partes del contrato está localizada en otra jurisdicción distinta de la española. Se trata del supuesto más frecuente en la práctica de la contratación del swap bursátil, consecuencia de la globalización de los mercados de renta variable. El intermediario financiero que asume contractualmente el riesgo de subida o bajada del precio/nivel de cotización de los valores o los índices bursátiles es, en muchos casos, una entidad financiera extranjera, domiciliada en otra jurisdicción.

Como consecuencia de la atipicidad de los derivados extrabursátiles, tradicionalmente se ha considerado que la autonomía privada de la voluntad de las partes en cuanto al contenido económico-financiero del swap se extendía a la elección de la ley aplicable al contrato. La libertad de contratación de las partes debía extenderse a la resolución del conflicto de leyes en materia de obligaciones contractuales. Estos principios son los que inspiran el Reglamento (UE) núm. 593/2008 del Parlamento Europeo y del Consejo de 17 de junio de 2008 sobre la ley aplicable a las obligaciones contractuales (Roma I), que consagra la libertad de elección de ley aplicable y, en cuya virtud, el contrato se regirá por la ley elegida por las partes (art. 3.1 Roma I).

A primera vista pudiera pensarse que la primacía de la autonomía de la voluntad posibilitaría que el contrato marco y las operaciones de swap sobre acciones, índices u otros derivados subyacentes se rigieran por la ley aplicable libremente elegida por las partes, pudiendo al efecto optar por cualquier ley aplicable. El principio de la autonomía de la voluntad en cuanto a la elección de la ley aplicable tiene, sin embargo, escasa virtualidad práctica en el sector de los derivados financieros. La elección de una ley aplicable desconectada de los elementos de la relación negocial subjetivos y objetivos conduce a situaciones de conflicto permanente con las normas imperativas y de orden público del país en que se localizan los elementos principales del negocio.

La elección de ley aplicable a las permutas financieras queda así condicionada por el tipo particular de acuerdo de compensación contractual elegido al amparo del cual se concluye los diversos contratos. Los contratos de compensación contractual financieros son acuerdos marco de carácter normativo elaborados y desarrollados por las asociaciones internacionales de derivados o por asociaciones bancarias que a nivel local

se ocupan del desarrollo de las relaciones interbancarias en el ámbito de la compensación de medios de pago, valores, etc. Cada tipo particular de acuerdo marco impulsado por una asociación profesional (ISDA, CMOF, FBE, etc.), impone la aplicación de la ley de un Ordenamiento jurídico concreto. Así, el CMOF impone la ley española. ISDA ofrece dos modelos de contrato marco sujetos a Derecho inglés, y un modelo sometido a la ley del Estado de Nueva York.

La imposición de una ley aplicable según el tipo de acuerdo de compensación contractual resulta lógica. Cada formato de acuerdo de compensación contractual se redacta desde la óptica de aplicación de la ley local, con la que presente vinculaciones subjetivas y objetivas. La elección de una ley aplicable distinta a aquella que ha sido tomada en cuenta para la configuración jurídica del acuerdo marco conduciría a conflictos de interpretación del contrato con las normas imperativas, de orden público y de policía del país en el que están localizados principalmente los elementos del contrato.

En lo que respecta a las permutas financieras sobre acciones o índices bursátiles, los contratos con entidades de contrapartida internacionales suelen incluir una cláusula expresa de ley aplicable, en la propia confirmación de operación o en alguno de los anexos. La conexión del intermediario financiero al acuerdo marco de compensación contractual de su jurisdicción es el elemento decisivo en estos casos para la determinación de la ley aplicable, sin perjuicio de que, por la generalización en el mercado de los modelos predispuestos por alguna asociación (como es el caso de ISDA a nivel internacional, o el CMOF para las transacciones sujetas a ley española), los modelos recomendados por una asociación puedan aplicarse incluso en ausencia de elementos de conexión subjetivos u objetivos.

También puede influir indirectamente en la elección de ley aplicable la especialización del acuerdo marco respecto a la concreta operación de derivados. Esto es lo que ocurre en el ámbito de los swaps sobre acciones o índices bursátiles. ISDA cuenta con una Guía de Definiciones de los derivados OTC de renta variable ("equity derivatives") y de derivados de IICs ("fund derivatives") muy completa que cubre la práctica totalidad de las situaciones contractuales que pueden darse y contempla una regulación normativa inter partes por defecto (v. gr., sistemas de liquidación por defecto, fechas de valoración, supuestos de ajuste del subyacente), lo que puede inclinar a las partes por la elección de este formato de confirmación y acuerdo marco, e indirectamente, resultar en la elección de la ley aplicable a las operaciones y al acuerdo marco de los modelos predispuestos de ISDA (ley inglesa o del Estado de Nueva York).

A falta de elección de ley aplicable, el contrato internacional de swap se regirá por la ley del país donde tenga su residencia habitual la parte que deba realizar la prestación característica del contrato (art. 4.2 Roma I). En el ámbito de los swaps sobre acciones o índices, la prestación característica es la del intermediario financiero que en el swap asume, prestando un servicio de contrapartida de derivados, el riesgo de subida o bajada del subyacente.

CAPÍTULO III

CLASES DE “EQUITY SWAPS”

SWAPS SOBRE ÍNDICES BURSÁTILES O ACCIONES

SUMARIO: I. LAS PERMUTAS FINANCIERAS “EQUITY SWAP”: CRONOLOGÍA DE DISPOSICIONES LEGALES RELACIONADAS CON EL CONTRATO. II. EL CONTRATO DE PERMUTA FINANCIERA SOBRE ÍNDICES BURSÁTILES. A) CONCEPTO. 1. La inversión referenciada a índices bursátiles. 2. Las permutas financieras sobre índices bursátiles. B) PARTES INTERVINIENTES. C) MARCO NORMATIVO DEL SWAP DE ÍNDICES BURSÁTILES. D) REQUISITOS DE APTITUD PARA LA REPRODUCCIÓN DE ÍNDICES. E) POSICIÓN DE COBERTURA DEL INTERMEDIARIO FINANCIERO. F) OPERATIVA DEL CONTRATO. III. EL CONTRATO DE PERMUTA FINANCIERA SOBRE ACCIONES. A) CONCEPTO. B) FINALIDAD. C) PARTES INTERVINIENTES. D) OBLIGACIONES ESENCIALES. 1. Cobertura de las tendencias alcistas. 2. Cobertura de las tendencias bajistas. E) MARCO NORMATIVO DEL SWAP DE ACCIONES. F. POSICIÓN DE COBERTURA DEL INTERMEDIARIO FINANCIERO. G. SISTEMA DE LIQUIDACIÓN. H. LA DISOCIACIÓN DE LOS DERECHOS DE ACCIONISTA. I. TRANSPARENCIA BURSÁTIL. IV. FUNCIÓN ECONÓMICA Y APLICACIONES CORPORATIVAS. A) COBERTURA DEL RIESGO DE MERCADO. B) OCULTACIÓN DE LA PARTICIPACIÓN: PREPARACIÓN DE OPA. C) COBERTURA DEL “VALOR RAZONABLE”. D) OBTENCIÓN DE LA PARTE VARIABLE DE RENTABILIDAD EN LA INVERSIÓN COLECTIVA. E) “APARCAMIENTO” DE PARTICIPACIONES SIGNIFICATIVAS. F) COBERTURA DE PLANES DE OPCIONES Y SISTEMAS RETRIBUTIVOS. G) REDUCCIÓN DE COSTES FINANCIEROS. H) GESTIÓN TEMPORAL DE AUTORIZACIONES DE ADQUISICIÓN. I. ORGANIZACIÓN DE LA FINANCIACIÓN DE ADQUISICIÓN.

I. LAS PERMUTAS FINANCIERAS “EQUITY SWAP”: CRONOLOGÍA DE DISPOSICIONES LEGALES RELACIONADAS CON EL CONTRATO

Los contratos de permuta financiera se caracterizan por su origen extrabursátil y desarrollo al margen de los mercados regulados. El contrato de swap sobre acciones o índices, integrante de la categoría de las permutas financieras, es un derivado extrabursátil de naturaleza atípica, carente de regulación sustantiva. Con las permutas financieras sobre acciones o índices bursátiles ocurre un fenómeno que afecta también al resto de contratos de derivados. Mientras que la regulación de transparencia bursátil, protección al inversor e infraestructuras de los mercados extrabursátiles ha avanzado sustancialmente, los derivados OTC siguen siendo contratos atípicos, incluso en las propuestas de codificación mercantil (como en la Propuesta de Código Mercantil), regidos por los pactos y cláusulas recogidos en el documento de confirmación integrado en el acuerdo de compensación contractual de soporte.

Esta atipicidad legal de los swaps sobre acciones o índices es parcial, e incluso opinable en el caso del contrato de permuta referenciado a índices bursátiles, lo que ha dado en referir la existencia de una tipicidad legal indirecta o extrapolable de la multiplicidad de normas que en algún aspecto mencionan o se refieren a este contrato. Sin que exista una normativa especial que a nivel legal o reglamentario discipline los derechos y obligaciones sustantivos que corresponden a las partes, existe un conjunto de disposiciones que mencionan a los swaps sobre acciones o índices, o afectan al mismo en alguno de sus aspectos (transparencia bursátil, riesgos, etc.).

Los primeros swap referenciados a índices bursátiles surgieron en la década de los 80, en el siglo XX, como una evolución de las permutas financieras de divisas y tipos de interés. Los swaps sobre índices bursátiles se utilizaban como una técnica de gestión

novedosa de las carteras de los inversores, replicando la evolución de los valores de mayor capitalización en los mercados a cambio de pagos de efectivo calculados mediante la aplicación de un tipo de interés sobre el nominal. En el mercado comunitario, la primera referencia al swap bursátil lo encontramos en la Directiva 93/22/CEE del Consejo, de 10 de mayo de 1993, relativa a los servicios de inversión en el ámbito de los valores negociables. Entre los instrumentos objeto de servicios de inversión, la Sección B incluida en el Anexo de la Directiva mencionaba expresamente a los contratos de intercambios ligados a acciones o a un índice sobre acciones (“equity swaps”).

Antes de la transposición en España de la Directiva 93/22/CEE, la existencia del contrato tuvo acogida en la Orden Ministerial de 10 de junio de 1997, sobre operaciones de las Instituciones de Inversión Colectiva de carácter financiero en instrumentos financieros derivados. La citada Orden Ministerial vino a paliar la insuficiencia del régimen jurídico de las IIC, que en un contexto de mercado comunitario armonizado de la inversión colectiva no podía utilizar instrumentos financieros derivados, como los swaps, los contratos a plazo o las opciones OTC, para desarrollar estructuras vinculadas a la evolución de la rentabilidad de los distintos subyacentes financieros. En la Orden Ministerial de 1997 se reconoció la “realidad financiera” de las operaciones de permuta financiera sobre acciones, dividendos o índices bursátiles (entre otros subyacentes), registradas y liquidadas o no en mercados organizados de derivados.

La modificación de la LMV, mediante la Ley 37/1998, incorporó a nuestro Ordenamiento todo el elenco de instrumentos financieros comprendidos en el nuevo ámbito de la ordenación de los mercados recogidos en la Directiva 93/22/CEE. La

redacción del art. 2 de la LMV añadió dos nuevos párrafos, extendiendo el ámbito objetivo del mercado de valores a los contratos de permuta financiera.

Al igual que ocurrió en los mercados internacionales, el desarrollo de los swaps sobre acciones o índices en el tráfico financiero ha estado muy relacionado con la primigenia utilización del contrato en la industria de la inversión colectiva para la reproducción de índices bursátiles. Siguiendo la Orden Ministerial de 10 de junio de 1997, el RD 1309/2005, de 4 de noviembre, que aprobó el desarrollo reglamentario de la LIIC, fue la primera norma que, con cierto detalle, estableció los requisitos regulatorios para la reproducción de índices bursátiles mediante permutas financieras y otros instrumentos financieros derivados. A partir de la utilización del contrato en la inversión referenciada por parte de las IIC se fueron desarrollando los esquemas contractuales del swap sobre índices en contratos marco de operaciones financieras sujetos a la normativa de los acuerdos de compensación contractual del RDLACC.

El desarrollo espectacular de los swaps sobre índices por parte de las IICs en las estructuras de fondos garantizados fue paralela a un progresivo desarrollo del contrato en su utilización corporativa del mercado de valores, siempre a través de acuerdos marco de compensación, para la adquisición finalista diferida de participaciones significativas, la cobertura de planes de opciones o la exclusión de acciones del capital flotante en las OPAs. La utilización de los derivados financieros sobre acciones con finalidad corporativa y para eludir las normas de comunicación de participaciones significativas motivó la aprobación de la Directiva 2004/109/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de diciembre de 2004, sobre la armonización de los requisitos de transparencia, que en España fue inicialmente transpuesta en el art 53 de la

LMV, y posteriormente, en el RDT y la Circular 2/2007 de la CNMV. En este sentido, la legislación española -quizás por las lecciones de la OPA sobre Endesa- fue pionera en la regulación detallada de las obligaciones de notificación a cargo del titular del instrumento financiero de swap facultado a adquirir acciones ya emitidas con derecho a voto de sociedades cotizadas.

En los últimos años se han aprobado diversos desarrollos reglamentarios armonizando la legislación de IICs en lo relativo a la inversión referenciada a índices bursátiles, destacando la publicación de la Orden EHA/888/2008, de 27 de marzo, sobre operaciones de las Instituciones de Inversión Colectiva de carácter financiero en instrumentos derivados y, especialmente, la Circular 6/2010, de 21 de diciembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre operaciones con instrumentos derivados de las instituciones de inversión colectiva. Esta última disposición menciona, aunque no regula, el swap referenciado a índices, pero es la pieza clave en el complejo puzzle de la regulación de las IIC para el análisis de los requisitos regulatorios aplicables a los swaps cuyo subyacente consista en un índice bursátil.

La evolución cronológica del fenómeno de los swaps sobre acciones o índices no puede terminar sin una referencia a la Directiva 2013/50/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 22 de octubre de 2013 por la que se modifica la Directiva 2004/109/CE, y al Reglamento Delegado (UE) 2015/761 de la Comisión, de 17 de diciembre de 2014, por el que se completa la Directiva 2004/109/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de transparencia de las participaciones importantes, que establecen la obligación adicional de notificar los derivados sobre acciones de un mismo emisor cuando son liquidables exclusivamente en efectivo (ya traspuesta en el art. 53.3 LMV

en virtud de la Ley 11/2015), así como la agregación de todas las tenencias en swaps sobre acciones u otros instrumentos financieros referenciados a acciones o a una cesta de acciones o índices bursátiles a efectos del cálculo de los umbrales de notificación¹¹⁶.

II. EL CONTRATO DE PERMUTA FINANCIERA SOBRE ÍNDICES BURSÁTILES

A) CONCEPTO

1. *La inversión referenciada a índices bursátiles*

Como hemos analizado anteriormente, los índices bursátiles son activos subyacentes que proporcionan una referencia objetiva del comportamiento de las empresas que cotizan en las Bolsas de Valores. Estas han visto ampliado su margen de actuación tradicional a través de la operativa con instrumentos financieros derivados que replican la evolución de los índices bursátiles¹¹⁷. De entre las entidades o patrimonios que reproducen índices bursátiles mediante instrumentos financieros derivados destacan las IIC, y particularmente, los fondos de inversión. La normativa reguladora de la inversión colectiva considera a los índices bursátiles como un activo subyacente “apto” para la inversión de las IIC de carácter financiero, autorizando expresamente a estas a contratar operaciones de permuta financiera para replicar la evolución de uno o varios índices bursátiles, cuando así lo recoja la política

¹¹⁶ V. el comentario de TAPIA, A.J., “Las líneas básicas de la nueva regulación de las crisis bancarias: la Ley 11/2015”, La Ley Mercantil, núm. 16, 1 de julio de 2015, pp. 16, a la modificación al art. 53.3 LMV introducido en las Disposiciones Adicionales de la Ley 11/2015.

¹¹⁷ MARTÍN MARÍN, J.L., y DE LA TORRE GALLEGOS, A., “Permutas financieras de índices bursátiles: *equity swaps*” en *Actualidad Financiera*, número 12, marzo 1994, pp. 203.

de inversión en el folleto de la IIC y se observen los requisitos regulatorios que regulan la reproducción de índices financieros.

La inversión referenciada a índices bursátiles es especialmente interesante para la inversión colectiva de los fondos de inversión, ya que la propia naturaleza diversificada de los índices bursátiles garantiza la diversificación del riesgo -principio esencial de la gestión de inversión colectiva (art. 36 LIIC)- y supone el ahorro de los costes de intermediación bursátil¹¹⁸. La Orden EHA/888/2008, de 27 de marzo, sobre operaciones de las IIC de carácter financiero con instrumentos financieros derivados, que constituye el marco regulador de la operativa con derivados financieros junto a la Circular 6/2010, de 21 de diciembre, de la CNMV, considera la reproducción de índices bursátiles mediante derivados “*como una reproducción de la composición de los activos subyacentes del índice*” (art. 19), esto es, como una inversión referenciada a los propios valores integrados en el índice bursátil.

2. Las permutas financieras sobre índices bursátiles

El contrato de permuta financiera sobre índices bursátiles (“index swap” o “performance swap”) es un contrato mercantil de derivados, de naturaleza

¹¹⁸ Entre las distintas utilidades de las operaciones de permuta financiera sobre índices bursátiles frente a la inversión directa, MARTÍN J.L., y DE LA TORRE, “Permutas financieras de ...”, *op. cit.*, pp. 202-203, citan de manera exhaustiva las siguientes: “[...] *Adquirir una cartera diversificada, mediante una simple transacción, evitando los costes de negociación que supondría la compra de todas las acciones que forma el índice; Facilitar la gestión de una cartera al no tener que recomponerla cada vez que cambie la capitalización de una de las empresas que forman el índice o la composición del propio indicador; Evitar restricciones sobre ciertas inversiones en determinadas sociedades, bien de carácter legal o por acuerdos establecidos; Favorecer la cobertura de los tipos de cambio si se invierte en Bolsas extranjeras, como posteriormente veremos; Posibilitar el arbitraje en carteras; Ayudar al incremento del número de operaciones, al poner el alcance los particulares inversiones altamente sofisticadas.*”

extrabursátil (OTC), no compensado de forma centralizada, esencialmente atípico aunque tenga tipicidad indirecta inferida de su reconocimiento en la legislación de IICs, cuyo activo subyacente es un índice bursátil o una cesta de índices bursátiles¹¹⁹. Es un contrato de liquidación exclusivamente diferencial en efectivo, que no admite la liquidación por entrega, dado el carácter no fungible y puramente nocional de los índices financieros¹²⁰. Las estrategias con derivados utilizan el swap sobre índices como una técnica de gestión de las SGIIC¹²¹ para operar la réplica sintética de índices con la finalidad de asegurar una adecuada cobertura de los riesgos asumidos en todo o parte de la cartera (finalidad de cobertura), o bien como inversión para la gestión más eficaz de las IIC bajo gestión (finalidad especulativa)¹²². Para las gestoras, la

¹¹⁹ En la doctrina española han abordado algunos de los caracteres generales del contrato VEGA, J.A., *El contrato de ...*, op. cit., pp. 102-103; CAZORLA GONZÁLEZ-SERRANO, L., “El contrato de swap...”, op. cit., pp. 425-426; SÁNCHEZ GALÁN, J.R., “Alternativas de inversiones en Bolsa: los *swaps* sobre índices bursátiles”, en *Estrategia Financiera*, núm. 247, 2008, pp. 49; “Permutas financieras de ...”, op. cit., pp. 203; en la doctrina anglosajona destacamos las aportaciones de PARKER, E., *Overview and ...*, op. cit., pp. 74-84; AICHER, R.D., *Derivatives...*, op. cit., 11-7, 11-8.; EALES, B., CHOUDHRY, M., op. cit., pp. 145-146.

¹²⁰ MUÑOZ PÉREZ, A.F., *Los derivados financieros...*, op. cit., pp. 119.

¹²¹ Como “técnica de gestión” en la inversión colectiva referenciada se define la operativa de las IICs con instrumentos financieros derivados. El Considerando (5) de la Directiva 2009/65/CE de 13 de julio de 2009 por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios define los instrumentos financieros derivados sobre índices como una “[...] *técnica que consiste en seleccionar los elementos de una cartera de inversión en función de un índice constituye una técnica de gestión.*”; y también en el Considerando (47): “[...] *Algunas técnicas de gestión de cartera de los organismos de inversión colectiva que invierten fundamentalmente en acciones o en obligaciones se basan en la reproducción de índices de acciones o de obligaciones. Conviene permitir a los OICVM la reproducción de índices bursátiles o de obligaciones conocidos y acreditados.*”

¹²² Los términos que extractamos del siguiente ejemplo real sirven para ilustrar las convenciones que habitualmente incluiría un documento de confirmación de permuta financiera sobre un índice bursátil:

TÉRMINOS GENERALES:

FECHA DE LA OPERACIÓN: 24.07.2007

FECHA DE INICIO: 24.07.2010

FECHA DE VENCIMIENTO: La Fecha de Liquidación por Diferencias

ÍNDICE BURSÁTIL: DJ EURO STOXX 50 ®(Bloomberg Code)

BOLSA DE REFERENCIA: La Bolsa de referencia en la que cada valor del Índice es principalmente negociado

VALORES DEL ÍNDICE: Cada uno de los valores que integran el Índice Bursátil.

PAGOS REFERENCIADOS AL ÍNDICE BURSÁTIL:

reproducción sintética de los rendimientos de un índice de referencia posibilita la inversión indirecta en valores negociables de empresas extranjeras cotizados en otros mercados, cuyo análisis y seguimiento es más difícil para las sociedades gestoras. Las permutas financieras sobre índices bursátiles pueden utilizarse en las estrategias de gestión de las tendencias alcistas o bajistas de la renta variable¹²³, pero son derivados especialmente útiles para la denominada gestión pasiva de los fondos de inversión garantizados, encaminada a la consecución de objetivos concretos de rentabilidad, garantizada en el folleto del fondo al partícipe¹²⁴. En la actualidad han surgido otros

PAGADOR DE REVALORIZACIÓN BURSÁTIL: [Intermediario Financiero de Contrapartida].

IMPORTE NOMINAL: 10.000.000 EUR

UNIDADES DEL ÍNDICE: 10.000 unidades del Índice

PRECIO INICIAL: El Nivel de Cierre del Índice en la Fecha de Inicio (100 EUR)

PRECIO FINAL: El producto resultante de i) el importe en términos de coste razonable o de beneficio determinado por el Agente de Cálculo, actuando de forma comercialmente razonable, que para el Intermediario financiero implicaría la cancelación de la cobertura de esta Operación en la Fecha de Valoración.

FECHA DE VALORACIÓN: La Fecha de Liquidación por Diferencias

PAGOS DE EFECTIVO REFERENCIADOS AL TIPO DE INTERÉS:

PAGADOR DE TIPO VARIABLE: Fondo de inversión XYZ FI, representado por SGIIC

IMPORTE NOMINAL: 10.000.000 EUR

PERIODO DE LIQUIDACIÓN: Trimestral

TIPO DE INTERÉS VARIABLE: Euribor 3 meses

BASE DE CÁLCULO: Act. / 360

DIFERENCIAL: - 28 p.b.

¹²³ Deben de tenerse en cuenta las definiciones financieras anteriormente comentadas que incluye el art. 1 de la Circular 6/2010, que define una posición larga o alcista en un instrumento financiero como *“aquella operación que pueda dar lugar a la adquisición real o teórica del instrumento financiero. En concreto serán posiciones largas: Las compras al contado y a plazo, los futuros comprados, las opciones, incluyendo «warrants», «CAPs» y «FLOORS», adquiridas de compra (compras de «CALL») y las emitidas de venta (ventas de «PUT»)”. Son posiciones cortas o bajistas todas aquellas que dan lugar a “la enajenación real o teórica del instrumento financiero. En concreto serán posiciones cortas: Las ventas a plazo, los futuros financieros vendidos, las opciones, incluyendo «warrants», «CAPs» y «FLOORS», adquiridas de venta (compras de «PUT») y las emitidas de compra (ventas de «CALL»), y las ventas en descubierto”*.

¹²⁴ En los registros oficiales de la CNMV existen numerosos fondos de inversión registrados que mencionan la utilización de contratos de permuta financiera sobre índices bursátiles para la consecución de objetivos de rentabilidad, garantizados o no a los partícipes del fondo. A título de ejemplo por la cantidad de información proporcionada, en el folleto del fondo de inversión garantizado FONCAIXA I GARANTIZADO BOLSA ZONA EURO, FI, referenciado al índice bursátil DJ EUROSTOXX SELECT DIVIDEND 30® (los índices Dow Jones EURO STOXX® son una de las principales referencias de la

productos financieros que compiten con los fondos indexados a índices, como los fondos ETF cotizados.

La operativa con permutas financieras suele utilizarse como cobertura a medio plazo, ya que para períodos de tiempo inferiores existen otras alternativas más líquidas que las permutas financieras, como las opciones y futuros sobre índices bursátiles negociados en MEFF o en otros mercados secundarios de derivados, o los contratos por diferencias si interesa una exposición con liquidación diaria de las pérdidas y ganancias. Aunque cada operación es diferente, el swap sobre índices puede ser una alternativa a la utilización de opciones financieras en aquellos casos en que en términos de coste sea interesante para la SGIIC financiar el pago de la prima que resultaría de la compra de una opción OTC sobre el índice de referencia, incorporando la prima de opción en el decalaje de pagos periódicos y sucesivos de un swap sobre índices¹²⁵.

renta variable en la Zona Euro), actualizado a 22 de mayo de 2015 y con registro CNMV número 4015, se establece la siguiente información del “equity swap” contratado por FONCAIXA I en el apartado referente a la política de inversión del fondo: “[...] *Se han contratado opciones OTC con varias contrapartidas. El coste implícito estimado del Equity Swap, para cubrir la parte variable de la garantía, es 7,8%. Adicionalmente se ha comprado una opción OTC por importe aproximado de 0,7%. [...] Para conseguir el objetivo de rentabilidad, la sociedad gestora ha diseñado un plan de inversión basado en la gestión de una cartera compuesta fundamentalmente por renta fija pública y privada de países de la OCDE, descrita anteriormente, y la contratación de un derivado OTC (Equity Swap y opción) con varias contrapartidas. Se podrá invertir un 20% en depósitos a la vista, o con vto inferior al año, en entidades de crédito de la UE o de países OCDE sujetos a supervisión prudencial. La cartera de renta fija permitirá recuperar el 100% del patrimonio del fondo y una rentabilidad flotante estimada en Euribor 3 meses + 25pb, lo que permitirá hacer frente a los pagos del Equity Swap, de la opción, y de las comisiones de gestión y depositario, así como a otros gastos previstos que a lo largo de todo el período representan un 6,5%. Los pagos anuales del Equity Swap contratados son los siguientes:*

- *el primer año, euribor 3 meses menos 2,18%*
- *el segundo año, euribor 3 meses menos 1,18%*
- *el tercer, cuarto, quinto y sexto año, euribor 3 meses menos 0,78%*

El coste de la opción implícita estimado del Equity Swap es del 7,8%. Estas estimaciones están referidas al inicio del periodo garantizado.”

¹²⁵ EALES, B., CHOUDHRY, M., *op. cit.*, pp. 146.

B) PARTES INTERVINIENTES

La contratación de permutas financieras sobre índices es exclusivamente profesional, entre dos contrapartes financieras, vinculada a la inversión colectiva bajo gestión profesional. Una de las partes del contrato es un fondo de inversión, representado legalmente por la SGIIC que tiene encomendada la gestión, que toma la iniciativa en la contratación del swap. Los fondos de inversión son patrimonios separados sin personalidad jurídica pertenecientes a una pluralidad de inversores partícipes cuya gestión y representación corresponde a una SGIIC, que ejerce las facultades de dominio sin ser propietaria del fondo, con el concurso de un depositario (art. 3.1 LIIC; 94.1 RIIC). La normativa de acuerdos de compensación contractual del RDLACC, a través de la que se conduce la contratación de permutas financieras, prevé de forma expresa la capacidad de las IIC como sujetos que pueden ser parte de los acuerdos marco de derivados (art. 4 RDLACC).

La otra parte del contrato de swap, la entidad de contrapartida, es una entidad financiera sometida a supervisión prudencial, que cuenta con una licencia del proveedor del índice bursátil para su uso en la comercialización de derivados. En este sentido, las normas que regulan el riesgo de crédito por contraparte en las operaciones de las IIC con instrumentos financieros derivados imponen, necesariamente, que la entidad que actúa de contrapartida en el swap frente al fondo (representado por la SGIIC) sea una entidad financiera solvente, domiciliada en Estados Miembros de la Unión Europea o de la OCDE sujeta a supervisión prudencial u organismos supranacionales de los que España sea miembro, dedicada de forma

profesional a la realización de operaciones de contrapartida de derivados (art. 48.1. g) 2º RIIC).

La Circular 6/2010 de la CNMV ha concretado los requisitos específicos de solvencia exigidos a las contrapartes financieras que facilitan la exposición de renta variable a través de índices bursátiles, mediante contratos de permuta financiera u otros instrumentos financieros derivados. Entre otros requisitos, la entidad de contrapartida debe contar con una solvencia suficiente, que se entiende que concurre sin necesidad de aportar garantías financieras de colateral o afianzamientos en la operación, si dispone de una calificación crediticia a largo plazo de una agencia de calificación reconocida que aprecie una fuerte capacidad para atender a tiempo el pago de sus obligaciones (Norma 20ª)¹²⁶, equivalente a una clasificación de crédito elevada y de riesgo de crédito reducida en las tablas de equivalencia de las agencias de calificación crediticia.

C) MARCO NORMATIVO DEL SWAP DE ÍNDICES BURSÁTILES

¹²⁶ Esta calificación crediticia se identifica con un “rating” de A- de Standard & Poor’s, A3 de Moody o A- de Fitch. En particular, la Norma 20ª entiende que una contraparte tiene “solvencia suficiente” cuando su calificación crediticia sea: “a) *En el largo plazo, aquella que como mínimo signifique una fuerte capacidad de la entidad para atender a tiempo el pago de sus obligaciones. Se entiende que la capacidad del emisor para cumplir con sus compromisos financieros a largo plazo es «fuerte» siempre que haya sido calificada como mínimo con «A-» por Standard & Poor’s, «A3» por Moody’s, «A-» por Fitch o similares por otras ECAI.* b) *En el corto plazo, aquella que como mínimo signifique una satisfactoria capacidad de la entidad para atender a tiempo el pago de sus obligaciones. Se entiende que la capacidad del emisor para cumplir con sus compromisos financieros a corto plazo es «satisfactoria» siempre que haya sido calificada como mínimo con «A-2» por Standard & Poor’s, «P-2» por Moody’s, «F2» por Fitch o similares por otras ECAI. A estos efectos tendrá la consideración de corto plazo un período inferior o igual a 13 meses.* c) *En el caso de que una entidad haya calificado por debajo del nivel exigido por otra agencia especializada, será necesario que exista una tercera calificación no inferior al mínimo exigido de cualquier otra agencia especializada.*” El requisito de solvencia se entenderá igualmente cumplido “cuando la operación esté solidariamente afianzada o garantizada por otra entidad que a su vez cuente con la calificación crediticia mínima a que se refieren en el punto 1 anterior”, o cuando la contraparte “aporte colaterales válidos, según lo establecido en la Norma 22.ª, por un importe igual o superior al de los resultados positivos acumulados, realizado o no, pendiente de liquidar por dicha operación”.

El swap sobre índices bursátiles carece de regulación sustantiva en cuanto a los derechos, obligaciones y garantías asumidas por las partes. No obstante, esta atipicidad es relativa y opinable en este caso, ya que la inversión referenciada a índices bursátiles de las IIC es prolija y pormenorizada y, adicionalmente, las permutas financieras sobre índices son derivados aptos expresamente mencionados en la Orden EHA/888/2008 y en la Circular 6/2010. El reconocimiento del derivado como estrategia de cobertura o inversión de las IICs no se ha traducido en la aprobación de un régimen sustantivo de los derechos, obligaciones y garantías de las partes. Ninguno de estos desarrollos reglamentarios recoge el conjunto de derechos y obligaciones de las partes, aunque si regulan la operativa de reproducción de índices bursátiles con permutas financieras, las condiciones aplicables a la contrapartida y las reglas de cómputo del riesgo de contraparte en la inversión de derivados.

Las permutas financieras referenciadas a índices bursátiles no son una figura desconocida en la legislación española de IICs. Ya en la Orden Ministerial de 10 de junio de 1997, sobre operaciones de las IICs de carácter financiero en instrumentos financieros derivados, que derogó la Orden Ministerial, de 6 de julio de 1992, sobre operaciones de las IIC en futuros y opciones financieros, reconocía a las IICs la operativa con permutas financieras de índices bursátiles (a las que calificaba de “realidad financiera”)¹²⁷. Con posterioridad, el Reglamento de la Ley 35/2003, de 4 de

¹²⁷ La Orden Ministerial de 10 de junio de 1997 fue decisiva en la flexibilización del sector, en cuanto que amplió la operativa de las IICs con instrumentos derivados no negociados en mercados secundarios a los swaps, a los que consideró una “realidad financiera”. Su exposición de motivos contenía una justificación adecuada de la necesidad de su aprobación: “[...] *las necesidades de los citados inversores institucionales, unido a la evolución de los mercados financieros de nuestro entorno económico, han puesto de manifiesto la insuficiencia del régimen jurídico vigente, especialmente porque*

noviembre, de instituciones de inversión colectiva aprobado por el Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre, y al actual art. 48.1 (g) del RIIC admitieron de forma amplia la inversión colectiva referenciada a índices bursátiles a través de swaps. La oportunidad de la Circular 6/2010 ha sido aprovechada para trasponer los contenidos de la Directiva 2010/43/EU sobre requisitos organizacionales, conflictos de interés, normas de conducta, gestión de riesgos, contenido del acuerdo gestora-depositario y cálculo de la exposición global y riesgo de contraparte para las IIC de ámbito comunitario.

La Circular 6/2010 y el RIIC, de fecha posterior a la Circular, establecen las reglas básicas de reproducción de índices bursátiles mediante contratos de permuta financiera, a la vez que disciplinan los requisitos regulatorios de aptitud de los índices bursátiles susceptibles de ser replicados.

D) REQUISITOS DE APTITUD PARA LA REPRODUCCIÓN DE ÍNDICES

La normativa de inversión colectiva autoriza a las IIC financieras -la operativa de las IIC de carácter libre es todavía más flexible- a contratar operaciones de swap referenciadas a índices bursátiles, siempre que se cumplan ciertos requisitos regulatorios de aptitud del índice en la contratación de la operación. Estos han sido desarrollados de forma específica en el art. 5 de la Orden EHA/888/2008 con carácter general para la

impedía la utilización de los denominados instrumentos derivados no negociados en mercados secundarios (en terminología anglosajona, «over the counter», o, abreviadamente, «otc»). Estas realidades financieras son un complemento de las actualmente permitidas por nuestras disposiciones vigentes, y coadyuvan, entre otros aspectos, a poder desarrollar estructuras denominadas «garantizadas» o que persiguen un objetivo concreto de rentabilidad para los partícipes de una IIC, por cuanto merman los riesgos a los que está expuesta su cartera mediante la utilización, entre otros, de contratos de permuta - financiera («swaps», en terminología anglosajona). Asimismo, con estas nuevas posibilidades se permite también perfilar de modo más adecuado las inversiones de las IIC, al igual que una gestión más eficiente de sus carteras”.

reproducción de cualquier índice de tipo financiero, sea bursátil o de otro tipo. En esencia, el art. 5 de la Orden EHA/888/2008 exige que el índice bursátil sea representativo, diversificado, líquido en cuanto a los valores negociables que lo integran, de difusión pública suficiente y gestionado de tal forma que las decisiones de entrada y salida de los componentes no *“recaigan sobre la contraparte o el emisor del instrumento financiero derivado o de un valor o instrumento financiero cuya rentabilidad esté vinculada a dicho índice”*¹²⁸.

¹²⁸ El conjunto de los requisitos referidos se recogen en el citado art. 5 (*Requisitos específicos de los instrumentos financieros derivados cuyo activo subyacente consista en un índice financiero*) de la Orden EHA/888/2008: “1. Cuando el activo subyacente de los instrumentos financieros derivados consista en un índice financiero, dicho índice deberá cumplir los siguientes requisitos: a) Deberá bien representar un mercado o sistema organizado de negociación que reúna las características establecidas en el artículo 36.1.a) del Reglamento de la Ley 35/2003, o bien tratarse de un índice representativo de la evolución del mercado al que hace referencia; b) Deberá estar suficientemente diversificado, lo que comporta el cumplimiento de las siguientes condiciones: i) La composición del índice habrá de ser tal que las variaciones de precios o las operaciones de negociación en relación con uno de sus componentes no influyan indebidamente en el rendimiento del índice; ii) El índice deberá estar compuesto por activos a los que se refiere el apartado 6 del artículo 2 de la presente orden o por otros que autorice la Comisión Nacional del Mercado de Valores, y su composición deberá estar diversificada de tal manera que sea equivalente a la prevista en el artículo 38.2 letra d) del Reglamento de la Ley 35/2003; c) Deberá constituir una referencia adecuada del mercado al que corresponde mediante el cumplimiento de las siguientes condiciones: i) El índice deberá medir el rendimiento de un conjunto representativo de activos subyacentes de manera adecuada y pertinente, ii) El índice deberá revisarse o reajustarse periódicamente con arreglo a criterios objetivos difundidos públicamente para garantizar que siga reflejando los mercados a los que corresponde, iii) Los activos subyacentes habrán de ser lo bastante líquidos para permitir a los usuarios reproducir el índice, si procede; d) Deberá publicarse de forma adecuada, lo que comporta el cumplimiento de las siguientes condiciones: i) Su proceso de publicación deberá basarse en procedimientos sólidos a la hora de recoger los precios y de calcular y publicar el valor del índice; dichos procedimientos incluirán mecanismos de determinación de los precios de aquellos componentes para los que no se disponga de un precio de mercado, ii) Deberá proporcionarse, amplia y oportunamente, información pertinente sobre extremos tales como el cálculo del índice, los criterios objetivos para la selección de los componentes, el carácter invertible o no invertible de los componentes del índice, las metodologías de reajuste del índice, las variaciones del índice, o los posibles problemas operativos que impidan facilitar información oportuna y exacta; e) En todo caso, no serán considerados índices financieros aquellos en los que las decisiones de entrada y salida de los componentes recaigan sobre la contraparte o el emisor del instrumento financiero derivado o de un valor o instrumento financiero cuya rentabilidad esté vinculada a dicho índice.

2. Cuando la composición de los activos utilizados como activos subyacentes por los instrumentos financieros derivados, de conformidad con el artículo 36.1 del Reglamento de la Ley 35/2003, no satisfaga las condiciones establecidas en el apartado anterior, dichos instrumentos financieros derivados se considerarán, siempre que cumplan los requisitos establecidos en el apartado 6 del artículo 2,

El citado precepto consagra los criterios de diversificación, transparencia y difusión en la inversión colectiva referenciada a índices bursátiles, posteriormente confirmados en el art. 48.1 (g) del RIIC, como desarrollo reglamentario más reciente, si bien esta última norma, de fecha posterior a la Orden EHA/888/2008, ha clarificado la exigencia de independencia del proveedor del índice en los requisitos exigibles para la reproducción de índices bursátiles al prohibir taxativamente que el agente de cálculo del índice bursátil pueda pertenecer al mismo grupo que la entidad que actúe de contrapartida, evitando situaciones de conflicto de interés durante la ejecución del contrato si la contraparte es, a la vez, la entidad de contrapartida y el agente de cálculo y administración del índice o índices bursátiles.

La previsión acota el campo de actuación de la inversión colectiva referenciada de las IIC de carácter financiero a los índices bursátiles de máxima difusión, de carácter general (como pueden ser, a título enunciativo, los índices IGBM de la Bolsa de Madrid, FTSE del London Stock Exchange, CAC 40 de Euronext, etc.) o selectivo (v.gr., los índices Ibex35, DJ Eurostoxx, etc.), administrados por Sociedades de Bolsas o grandes compañías de información financiera (Bloomberg, Reuters, etc.). Se prohíbe de esta forma que las IIC de carácter financiero inviertan en operaciones de mayor riesgo con entidades financieras que operan a la vez como contrapartida y agente de cálculo del índice, en operaciones habitualmente sujetas a reajustes o rebalanceos en el cálculo y reseteo del valor del índice, conforme a reglas de administración particulares de la contrapartida, que pueden prestarse a discrepancias.

instrumentos financieros derivados sobre una combinación de los activos contemplados en las letras a), b), c), e), f), g), h), i), j) y k) de ese mismo apartado.”

E) POSICIÓN DE COBERTURA DEL INTERMEDIARIO FINANCIERO

La contratación del swap sobre índices bursátiles expone al intermediario financiero a un doble riesgo de mercado y de contraparte. El riesgo de mercado en la operativa de índices es sustancialmente inferior, dado que se trata de una contratación con una entidad de contrapartida financiera, en principio solvente, que cuenta con las calificaciones crediticias mínimas de su deuda para optar a ser contrapartida. Las cantidades mínimas de garantía inicial y de la garantía financiera variable por ajuste a precios de mercado se determinarán en función del perfil de riesgo de la operación.

Para la cobertura de su posición en el swap frente al riesgo de mercado, el intermediario financiero puede asumir la operación internamente contra balance. Si el volumen de la operación así lo aconseja, puede contratar una opción OTC de signo contrario sobre el índice con otra contraparte financiera, macheada en fechas de liquidación y volumen.

F) OPERATIVA DEL CONTRATO

La contratación de swaps referenciados índices es extrabursátil (OTC), al margen de los mercados regulados de derivados, instrumentada en confirmaciones integradas en acuerdos marco de compensación contractual financiero de alguna de las asociaciones profesionales (CMOF, ISDA, FBE, etc.). El esquema de funcionamiento del contrato para la determinación del diferencial de nivel de los índices bursátiles entre la fecha

inicial y cada una de las fechas de observación y liquidación de rendimientos bursátiles es similar a los swaps sobre acciones, con la diferencia de que, en lugar de acciones, se opera en unidades numéricas del índice bursátil que constituye el activo subyacente.

No puede ser de otra manera dado que los índices bursátiles son meros signos distintivos con función estadística susceptibles de licencia comercial, pero de carácter no fungible, y todavía menos divisibles en partes alícuotas. En la fecha de contratación del swap se fija el nivel inicial del índice, que puede determinarse en la confirmación por referencia al valor numérico del índice en la sesión de contratación, o en función del coste que suponga para la entidad de contrapartida la contratación de una cobertura “espejo” de signo contrario sobre el índice de referencia. La atribución de un número de unidades del índice se produce en la fecha de contratación. El número de índices resultará del cociente entre el importe nominal del swap y el valor numérico del nivel inicial del índice bursátil. El dato de unidades del índice debe ser notificado por la entidad de contrapartida a la SGIIC, junto con el nivel inicial tomado como referencia.

Otro aspecto relevante de la operativa es que el importe nominal del swap no suele permanecer constante en cada período de cálculo. Suele ajustarse en cada una de las fechas de observación del índice, en que, o bien se reseteará la operación de swap, reduciendo el nominal y liquidando parte de la revalorización positiva del swap al fondo, o se usará el efectivo para incrementar el tamaño de la cesta de acciones del fondo. En la gestión del fondo indexado, la SGIIC deberá cumplir los límites de riesgo de diversificación aplicables a las exposiciones netas del fondo contratante.

La operativa de beneficios o pérdidas del contrato funciona de manera similar al esquema funcional de cualquier swap. Si el índice de referencia se revaloriza porcentualmente durante el período de cálculo respecto del nivel inicial, la operación resultará en ganancias para el fondo contratante del swap. Si el índice bursátil se deprecia durante el período de cálculo y el nivel final del índice bursátil es un valor inferior al inicialmente fijado en el documento de confirmación, las pérdidas deberán ser reembolsadas a la entidad de contrapartida por el fondo, representado por la SGIIC. En todo caso, la rentabilidad conseguida en la gestión del fondo de inversión debe permitir el pago del coste de réplica (v.gr., pagos de efectivo calculados por referencia a un tipo de interés sobre el nominal) que el fondo se obliga a abonar a la contrapartida, además de las comisiones de gestión de la SGIIC y gastos del fondo que corresponda abonar.

En la operativa de liquidaciones del swap, las fechas de liquidación de los pagos calculados por referencia a un tipo de interés puede estar vinculada (o no) a las fechas de observación del índice bursátil, operando en el primer caso la liquidación por diferencias. De la estructuración de la operación dependerá que las liquidaciones sean “funcionalmente” coincidentes.

III. EL CONTRATO DE PERMUTA FINANCIERA SOBRE ACCIONES

A) CONCEPTO

El contrato de permuta financiera sobre índices bursátiles es el antecedente negocial de las permutas financieras referenciadas al valor de las acciones. El molde

a partir del cual el contrato evolucionó a un activo subyacente de valores negociables. En los swaps sobre acciones ("share swaps"), el activo subyacente al que va referenciado el contrato son acciones ya emitidas con derecho a voto de una sociedad mercantil cotizada (art. 495 LSC) cuyo capital social está total o parcialmente admitido a negociación en una Bolsa de Valores. Como en los contratos referenciados a índices, una de las partes del contrato es un intermediario financiero que presta un servicio de inversión en la venta del instrumento financiero, que puede ir acompañado en los contratos relativos a acciones individuales, de la prestación por el intermediario de un servicio de asesoramiento técnico al cliente en el diseño y estructuración del swap respecto al volumen, plazo de la operación financiera, etc. La otra parte del swap es el cliente, clasificado como profesional, que en este tipo de operaciones es quien toma la iniciativa en la contratación. Es un derivado que no es ofrecido a través de la red de las entidades financieras.

El contrato de permuta financiera referenciado a acciones puede recaer sobre una o varias acciones. La utilización del swap para la réplica del comportamiento bursátil de un par de acciones, o de una cesta de acciones, está generalmente vinculada a las estrategias de gestión de las IIC financieras, a la gestión discrecional de carteras de inversión o a la cobertura OTC de productos de inversión referenciados a acciones, como pueden ser los depósitos bancarios estructurados.

El swap que recae sobre un único valor negociable se utiliza como estrategia para la cobertura de la exposición al riesgo de subida o bajada del precio de cotización de un paquete de acciones cotizadas. La contratación de la operación puede obedecer en estos casos a múltiples fines corporativos. El recurso a las

técnicas de permuta financiera se ha empleado en las operaciones corporativas para la adquisición o consolidación de la influencia en las sociedades cotizadas, la adquisición de participaciones significativas de manera preparatoria a la formulación de una OPA, la cobertura del riesgo de fluctuación al alza o a la baja, la cobertura de planes de opciones sobre acciones o el drenaje de las acciones en circulación del capital flotante con fines de estabilización de la cotización¹²⁹. Como resultado, el contrato de swap corporativo se ha convertido en un instrumento financiero a caballo en su calificación entre el derivado de cobertura genuino y la operación bursátil de compraventa a plazo, en todo caso idóneo para cubrir el riesgo bursátil de la renta variable.

En efecto, las permutas financieras que referencian acciones trasladan la revalorización o la depreciación de las acciones subyacentes a la parte que tenga derecho a recibir los beneficios bursátiles (cobertura alcista) o haya asumido la obligación de abonar las pérdidas en caso de descenso de precio (cobertura bajista), respectivamente. En la Directiva 2013/50/UE de transparencia y en nuestro RD OPAs se les define como instrumentos financieros referenciados a acciones de efecto económico similar a la tenencia de acciones¹³⁰. Son instrumentos financieros derivados cuya contratación ha experimentado un desarrollo extraordinario en el

¹²⁹ Algunas de las estrategias corporativas con permutas financieras sobre acciones se analizan en PARKER, E., *Overview and ...*, op. cit., pp. 78 y RAMIREZ, J., *Handbook of...*, op. cit., pp. 25-26, especialmente en operaciones de adquisición de participaciones significativas “stake-building”, y también por ALONSO LEDESMA y ALONSO UREBA en el estudio de MUÑOZ PÉREZ, A.F, *Los derivados financieros...*, op. cit., pp. 11.

¹³⁰ El Considerando (9) de la Directiva 2013/50/UE de transparencia califica en estos términos a los contratos de “equity swap”, como instrumentos financieros sobre acciones con efecto económico similar a la tenencia de acciones: “[...] Para asegurar que los emisores y los inversores conozcan plenamente la estructura de la titularidad empresarial, la definición de instrumentos financieros de la citada Directiva debe abarcar todos los instrumentos de efecto económico similar a la tenencia de acciones y derechos de suscripción”.

mercado de valores, que hay que situar en la funcionalidad del contrato para, a partir de una estructura bilateral de pagos susceptible de liquidación en efectivo o en especie, adaptar su estructura a los más variados intereses de los inversores.

B) FINALIDAD

La finalidad del swap sobre acciones individuales es la cobertura o la especulación con el riesgo de subida o de bajada del precio de cotización de las acciones de las sociedades cotizadas, asociada a una finalidad corporativa. La estructura de permuta financiera se utiliza para eliminar el riesgo de subida o bajada del precio de cotización del paquete de acciones subyacentes, significativo o no. La difusión automática de la información de la contratación del mercado secundario de acciones permite al cliente conocer el resultado de la operación en todo momento. Por encima del precio de referencia inicial el resultado del swap arroja ganancias al cliente; por debajo del precio de referencia, la operación genera pérdidas.

En ocasiones el contrato de permuta financiera se concierta inicialmente con finalidad de cobertura corporativa del riesgo alcista, en previsión de la posible adquisición de los valores subyacentes al vencimiento ordinario o anticipado de la operación. Se quiere cubrir el riesgo de subida de precio. Pero puede ocurrir que por diversas circunstancias la compraventa no llegue a ejecutarse al vencimiento, por distintas causas (falta de autorizaciones, indisponibilidad de financiación, fracaso de la operación corporativa subyacente, etc.). Aun así, el swap puede resultar en importantes beneficios derivados de la especulación con el valor revalorizado en la liquidación por diferencias del contrato. En este tipo de operativas alcistas, el cliente que contrata el

swap puede disponer de información no pública ventajosa que anticipe el efecto de la variación al alza del precio de las acciones al contratar la permuta financiera. Su propia actuación de contratación del swap, para la que precisamente solicita la cobertura a un intermediario financiero, es la que puede derivar en la subida del precio de las acciones. Por eso el contrato presenta la vitola de negocio fiduciario opaco, estrechamente sujeto a la actividad supervisora en el control de la información privilegiada y a estrictas obligaciones de notificación de los derechos de voto conexos en un plazo de escasos días.

En la cobertura de las posiciones cortas o de expectativa de caída de la cotización, las permutas financieras se emplean para estabilizar el valor de cotización de una participación significativa ostentada previamente a la contratación, eliminando el riesgo de bajada de cotización si la cotización cae por debajo del precio de referencia. En estos casos, el cliente ya es titular de la participación de acciones, significativa o no, y lo que busca es estabilizar el precio de cotización con la cobertura de su valor por parte de un intermediario financiero, a un precio de referencia acordado, en previsión de un posible descenso del precio de cotización. Los volúmenes de este tipo de operativas suelen ser porcentajes relativamente bajos del capital, ya que la operativa de permita financiera bajista reduce la liquidez del mercado y, en la práctica, sustrae el paquete de acciones de la operativa de libre formación de precios. La liquidación en especie no interese al cliente en este tipo de operaciones, ya que no desea desprenderse de las acciones. Su interés reside en evitar las pérdidas ante el riesgo de caída de cotización de las acciones, neutralizando la posible revalorización cedida a la contrapartida, con los pagos de efectivo calculados por referencia a un tipo de interés sobre el importe nominal del swap.

Para ambos tipos de operativa, alcista o bajista, el cliente es quien toma la iniciativa en la relación negocial recurriendo a intermediarios financieros interpuestos (entidades de crédito, empresas de servicios de inversión) especializados en la prestación de coberturas de derivados. La interposición de una entidad financiera entre el cliente y las acciones es el factor que hace posible la operativa al alza o a la baja sobre las acciones subyacentes del contrato¹³¹. Se opera sobre el riesgo de

¹³¹ El siguiente ejemplo real, tomado de una preconfirmación de contrato de permuta financiera que referencia la evolución de una acción, puede servir para ilustrar las convenciones de pago o entrega en que se traducen los compromisos de cobertura o pago de intereses del contrato:

PRECONFIRMACIÓN:

CONTRAPARTES: [Intermediario Financiero/Pagador de Revalorización Bursátil], [Cliente/Pagador de Tipo Variable].

SUBYACENTE: Acciones de la sociedad cotizada [XYZ].

NÚMERO DE ACCIONES: 6.250.000 acciones de XYZ.

PRECIO INICIAL: € 4.39779856.

IMPORTE NOCIONAL: € 27.486.241.

FECHA DE OPERACIÓN: 2 de julio de 2007.

FECHA DE EFECTIVIDAD: 5 de julio de 2007.

FECHA DE VALORACIÓN: 2 de octubre de 2007.

FECHA DE LIQUIDACIÓN FINAL: 5 de octubre de 2007.

BOLSAS DE COTIZACIÓN: Bolsa de Madrid.

OBLIGACIONES:

CLIENTE/PAGADOR DE TIPO VARIABLE: Paga liquidaciones de efectivo calculadas mediante la aplicación del Euribor 3 Meses + 100 p.b. sobre el importe nominal, por la cobertura en las Fechas de Pago y en la Fecha de Liquidación Final. Paga asimismo las pérdidas de la acción de XYZ sobre el Precio Inicial (en su caso), en las Fechas de Pago y en la Fecha de Liquidación Final.

INTERMEDIARIO FINANCIERO/PAGADOR DE REVALORIZACIÓN BURSÁTIL: Paga la apreciación del valor de las acciones subyacentes (en su caso) de XYZ en las Fechas de Pago y en la Fecha de Liquidación Final.

PAGOS VARIABLES DE APRECIACIÓN:

PAGADOR DE REVALORIZACIÓN BURSÁTIL: Intermediario Financiero.

TIPO DE RETORNO: Retorno total.

PRECIO FINAL: El Precio Relevante.

PRECIO RELEVANTE: El precio medio ponderado por acción al que el Intermediario Financiero cancele la cobertura sobre las acciones en la Fecha de Liquidación Final.

FECHAS DE PAGO DE LA REVALORIZACIÓN: En la Fecha de Liquidación Final.

DIVIDENDOS:

PAGADOR DE DIVIDENDOS: El Intermediario Financiero/Pagador de Revalorización Bursátil.

IMPORTE DEL DIVIDENDO PAGADO: 100% importe bruto distribuido x número de acciones del contrato.

mercado de la renta variable, que puede resultar en pérdidas para cualquiera de las partes. Por ello el intermediario financiero suele adquirir un número de acciones equivalente al importe nominal del contrato para cubrir su exposición en las operativas alcistas, o concertar una operación de signo contrario en las operativas bajistas.

C) PARTES INTERVINIENTES

Los contratos de permuta financiera referenciados a acciones involucran a dos partes clasificadas como clientes profesionales, una de las cuales es la entidad financiera que presta un servicio de inversión de negociación por cuenta propia de swaps, y la otra es un cliente que -en calidad de titular o tenedor del instrumento financiero-¹³² contrata el swap sobre las acciones al intermediario financiero para cubrir el riesgo de mercado, alcista o bajista, de un paquete de acciones.

FECHA DE PAGO DE DIVIDENDOS: En la fecha de distribución del dividendo a los accionistas.

PAGOS FIJOS DE INTERESES:

PAGADOR DE TIPO VARIABLE: El Cliente.

PAGOS FIJOS: Importe nominal x 0,10%

FECHAS DE PAGO DE INTERESES: 5 de julio de 2007.

TIPO DE INTERÉS: Euribor 3 M de la Página Bloomberg.

MARGEN: 4,17575%

BASE DE CÁLCULO: Act. / 360

¹³² Como “titular” o “tenedor” del instrumento financiero se refieren el art. 28.2 del RDT y la Circular 2/2007 de la CNMV para referirse a la persona que “posea, adquiera o transmita, directa o indirectamente, otros instrumentos financieros que confieran el derecho a adquirir, exclusivamente por iniciativa propia de dicho tenedor y según acuerdo formal, acciones ya emitidas que atribuyan derechos de voto”. La conceptualización de “titular” o “tenedor” del instrumento financiero toma como punto de partida la cobertura del riesgo de las posiciones alcistas, en las que conforme al art. 28.2 del RDT y a la definición de “posición larga” o alcista, el cliente es el adquirente o comprador del swap. No obstante, aunque el cliente técnicamente sea el vendedor del swap en la cobertura de posiciones cortas o bajistas, como cliente en la operación de swap, de facto sigue siendo el titular del instrumento financiero.

Cuando el contrato recae sobre una acciones individuales, la posición jurídica de este intermediario financiero en los contratos de cobertura del riesgo de subida del precio de la acción es la de una persona interpuesta (arts. 24.2 b), 28.1 RDT; 5.1 d) RD OPAs). Actúa en nombre propio pero por cuenta del cliente interesado en la contratación de la cobertura, con el que está concertado. Adquiere, retiene o vende las acciones subyacentes en función de la conveniencia del cliente, con la condición de quedar a cubierto de los riesgos de la operación, cediendo todos los riesgos y beneficios de su posición al cliente. Entre otros pactos adicionales en beneficio del cliente, la operativa del swap sobre acciones puede habilitar al cliente para solicitar al intermediario financiero la extensión del plazo de la cobertura, la novación o la cancelación anticipada del swap (aunque en estos dos últimos casos las partes deberán ponerse de acuerdo).

Para la cobertura del riesgo de subida del precio de cotización, el intermediario financiero adquirirá un número de acciones en el mercado equivalente a las del contrato antes de la entrada en vigor del mismo, o las adquirirá bilateralmente del cliente (en este caso usualmente sujetas a un pacto de reventa), para cubrirse de su propia exposición de riesgo a la subida del precio de las acciones en Bolsa. El cliente titular del instrumento financiero es quien asume todos los beneficios (ganancias) y todos los riesgos (pérdidas) de la evolución de las acciones subyacentes en el mercado¹³³. Si la operación arroja pérdidas al vencimiento o en las

¹³³ Ante la escasez de resoluciones judiciales que hayan analizado el trasfondo de las permutas financieras que referencian acciones, han sido muy relevantes los pronunciamientos del ICAC sobre el tratamiento contable del “equity swap”, y sus pronunciamientos sobre los riesgos por parte de la sociedad que contrata el swap al intermediario financiero, destacando por su claridad la consulta número 3 de 2014 del ICAC (BOICAC N° 97/2014): “[...] en la fecha de ejercicio (vencimiento del contrato) las partes acuerdan intercambiar la diferencia entre el precio de ejercicio y el valor razonable de las acciones en

fechas de liquidación intermedias, el cliente viene obligado a reembolsar al intermediario financiero el importe de las pérdidas sobre el precio de referencia inicial.

D) OBLIGACIONES ESENCIALES

La utilización del contrato está íntimamente vinculada a las tendencias de la renta variable que pretende cubrir. La causa del contrato es la cobertura del riesgo de mercado de los valores subyacentes, en las distintas situaciones de la renta variable, lo que hace necesario indagar la voluntad realmente querida por las partes para determinar si la contrapartida que presta el intermediario financiero es del riesgo de subida o de bajada del precio de las acciones (art. 1.281 CC) ¹³⁴

ese momento (asumiendo la sociedad el riesgo de valor razonable de los títulos). Hasta un determinado ejercicio la liquidación se acuerda por diferencias (en efectivo) y a partir de esa fecha, previa novación del contrato, mediante la entrega física de las acciones. Continúa posteriormente la resolución analizando si el fondo económico del contrato es el de un derivado “genuino” o auténtico derivado, o por el contrario el derivado financiero se configura como un medio para retener los riesgos de unas acciones previamente enajenadas, concluyendo lo segundo: “[...] Pues bien, una vez modificado el contrato, en el supuesto de que la liquidación en acciones fuese probable, circunstancia que implica un análisis de la evolución del precio de la acción hasta la fecha de vencimiento, desde una perspectiva estrictamente contable cabría afirmar que se ha producido la adquisición de las acciones porque las condiciones económicas de la operación ponen de manifiesto que la sociedad asume, desde la novación del ES, los riesgos y ventajas sustanciales inherentes a la titularidad de esos instrumentos de patrimonio”.

¹³⁴ A esta necesidad de indagar el trasfondo económico alcista o bajista del contrato de permuta financiera sobre acciones, se refiere la SJM núm. 10 de Barcelona de 17 de febrero de 2015 (JUR 2015/88993): “[...] debemos considera el concreto contrato objeto de los presentes autos, que es un producto extremadamente complejo y que, denominado Total Return Swap, establecía una serie de relaciones entre Banco Santander y Delforca con base en la cotización de las acciones de Inmobiliaria Colonial, de tal manera que, en representación de una serie de clientes, accionistas de referencia de Inmobiliaria Colonial, Delforca –entonces Gaesco Bolsa- actuaba de mero intermediario de los mismos y encargaba a Banco Santander la compra o venta de estas acciones, por lo que el sustrato del swap existente entre las partes se hacía depender del precio concreto de las acciones de Colonial, determinando los flujos de dinero entre las partes en función de la cotización o precio de la acción de Colonial, lo cual suponía que en el momento de la liquidación del swap bien Banco Santander tenía que pagar a Delforca o ésta a Banco Santander”.

1. Cobertura de las tendencias alcistas

En la cobertura del riesgo de subida del precio de las acciones, el intermediario financiero se obliga a abonar en las fechas de liquidación intermedias o al vencimiento final la diferencia positiva entre el precio de cierre de las acciones subyacentes y el precio de referencia inicial de las acciones fijado en la confirmación. En contraprestación, el cliente se obliga a abonar al intermediario financiero liquidaciones de efectivo calculadas por referencia a un tipo de interés, al tipo de interés acordado (usualmente un tipo variable). Si las acciones suben de precio sobre el precio de referencia, el cliente obtiene el valor diferencial de la revalorización bursátil merced a la cobertura contratada con el intermediario financiero, tanto si compra las acciones subyacentes con la revalorización implícita incorporada, como si obtiene el valor diferencial de efectivo. En caso de pérdidas, el cliente deberá abonar al intermediario financiero el diferencial negativo entre los precios de contratación y de liquidación a mercado, además de abonar las liquidaciones de efectiva calculadas por referencia a un tipo de interés.

2. Cobertura de las tendencias bajistas

En la cobertura de las tendencias bajistas, el swap elimina el riesgo de mercado de las acciones, estabilizando el precio de las acciones en torno a un precio de referencia acordado. En esta operativa, es el intermediario financiero, actuando como vendedor del swap de acciones, el que se obliga a abonar pagos de efectivo calculados por referencia a un tipo de interés al cliente, al tipo de interés acordado, recibiendo el importe diferencial en que las acciones subyacentes se hubieran

revalorizado. Si las acciones bajan de la barrera de precio fijada, el intermediario financiero deberá abonar la pérdida de valor de las acciones a la contraparte, recibiendo, en caso contrario, el importe diferencial del efectivo (y las cantidades equivalentes a dividendos) en que las acciones se hubiesen revalorizado durante el período de vigencia del swap.

E) MARCO NORMATIVO DEL SWAP DE ACCIONES

Los contratos de permuta financiera sobre acciones carecen de regulación sustantiva de los derechos y obligaciones de las partes, aunque como veremos algunos aspectos parciales del contrato si se recogen en disposición reglamentarias. Son contratos mercantiles de derivados financieros, de carácter atípico y naturaleza extrabursátil (OTC), no compensados de forma centralizada, que se rigen por los pactos y condiciones acordados entre las partes en el documento de confirmación negociado y en el acuerdo marco de compensación contractual de soporte de la operación al amparo de alguno de los convenios marco disponibles (CMOF de AEB-CECA, “Master Agreement de ISDA”, Contrato Marco Europeo de FBE, etc.).

Esta falta de tipicidad del swap sobre acciones es parcial y relativa. Además de estar reconocidos como instrumentos financieros “*relacionados con valores negociables*” susceptible de “*liquidarse en especie o en efectivo*” (art. 2.2 LMV), las permutas financieras sobre acciones tienen tipificación indirecta en los desarrollos reglamentarios referentes al régimen de comunicación de participaciones significativas de las sociedades cotizadas (arts. 53.3 LMV; 28.1 RDT), y al régimen de cómputo de los derechos de voto conexos a instrumentos financieros en la normativa de OPAs, que

se refieren a las permutas financieras como instrumentos financieros que confieran el derecho incondicional o discrecional a adquirir acciones emitidas con derechos de voto.

Precisamente el art. 5.1 d) del RD OPAs se refiere a las permutas financieras sobre acciones como un “contrato financiero” de efecto económico equivalente a la titularidad de acciones, aunque como veremos la causa del contrato no es la obtención de financiación. Junto con los restantes contratos de derivados financieros referenciados al valor de las acciones, las permutas financieras sobre acciones integran la categoría que se ha dado en denominar en la Circular 2/2007 de la CNMV que ha desarrollado el marco de transparencia de la LMV y el RDT como los “*instrumentos financieros ligados a acciones*”¹³⁵, de relevancia supervisora por la significación que la tenencia indirecta y beneficiaria de acciones a través de permutas financieras liquidables en especie puede comportar en el ámbito de las obligaciones de transparencia bursátil si se alcanzan, amplían o reducen determinados umbrales de derechos de voto.

¹³⁵ Esta es la definición recogida en el preámbulo inicial de la Circular 2/2007 de la CNMV en diferentes menciones: “[...] *Los modelos incorporados como Anexos a esta Circular se han adaptado a la distinta naturaleza de los diversos instrumentos sobre los cuales hay que realizar las notificaciones, básicamente: acciones con derechos de votos atribuidos, derechos de voto o instrumentos financieros ligados a acciones*”; En otro pasaje del preámbulo: “[...] *Los anexos I y II [de la Circular 2/2007 de la CNMV] se aplicarán a los accionistas significativos u otras personas que no tengan la condición de consejeros del emisor. Conforme al modelo del anexo I se informará sobre los derechos de voto atribuidos a acciones de emisores cuyas acciones están admitidas a negociación en un mercado secundario oficial español o en otro mercado regulado y conforme al modelo del anexo II se informará sobre los instrumentos financieros ligados a acciones. Los anexos III y IV se aplicarán a los consejeros de los emisores. En el anexo III informarán de los derechos de voto atribuidos a acciones y de otras operaciones sobre acciones del emisor y en el anexo IV informarán sobre las operaciones con instrumentos financieros ligados a acciones. El anexo V se aplica a los directivos de los emisores y en él informarán tanto de las operaciones realizadas sobre acciones, como de instrumentos financieros ligados a acciones*”.

Esta inclusión de las permutas financieras sobre valores en el ámbito objetivo de las normas de conducta de la LMV no deja de ser relevante para la supervisión del contrato, en la medida en que una de las funciones de la CNMV es velar por la correcta formación de los precios y la transparencia del mercado (art. 13 LMV).

F) POSICIÓN DE COBERTURA DEL INTERMEDIARIO FINANCIERO

El intermediario financiero asume en el swap sobre acciones riesgo de mercado, de contraparte y de liquidez. Para cubrirse frente al riesgo de precio, puede optar por diferentes alternativas. La operativa más habitual consiste en la compraventa en el mercado, antes de la entrada en vigor del swap y durante el periodo de adquisición de la cobertura, de un paquete de acciones equivalente al importe nominal al contrato. Otra opción, menos usual, pasa por contratar una operación “forward” a plazo, firme y comprometida, si la liquidación mediante entrega de los valores queda comprometida en el swap. Otra alternativa disponible es la contratación de una operación espejo de “equity swap” con una entidad financiera, en la que el intermediario financiero adopta una posición de signo contrario a la operación cubierta.

La exposición al riesgo de contraparte puede quedar acotada, además de con la adquisición de las acciones de cobertura, con la previsión de garantías financieras fijas y variables adecuadas al perfil de riesgo. Elemento importante en la estructura de garantías es el tipo de colateral acordado (efectivo, valores) y el plazo concedido para la reposición del déficit de garantías por ajuste al valor de mercado de las acciones.

Respecto al riesgo de liquidez, poco puede anticipar el intermediario financiero para cubrirse de este riesgo en caso de una operativa de venta concentrada por incumplimiento. Si percibe un riesgo elevado de impago del cliente, la práctica de mercado viene admitiendo, y la CNMV respetando como criterio de mercado, que el intermediario financiero pueda gestionar gradualmente el ajuste de su exposición a las acciones subyacentes antes del vencimiento, con ventas parciales de las acciones de la cartera de la negociación en el mercado, sin influir en la evolución de precio. Pretender lo contrario equivaldría a trasladar a las entidades financieras el riesgo de crédito de los clientes sin posibilidad de gestión.

G) SISTEMA DE LIQUIDACIÓN

El swap sobre acciones es liquidable por diferencias en efectivo, o en especie mediante entrega de los valores. Adicionalmente a ambas modalidades, la estructura de liquidación del swap sobre acciones individuales puede incorporar algunos desarrollos específicos de innovación financiera que han contribuido a la gran difusión de este swap en la contratación corporativa de mercado de valores¹³⁶. El cliente titular del instrumento financiero, si así se ha establecido en el documento de

¹³⁶ Así lo ha calificado la Directiva 2013/50/UE sobre requisitos de transparencia al obligar a la notificación de los instrumentos financieros que referencien el valor de las acciones, aunque se liquiden por diferencias: “[...] *La innovación financiera ha dado lugar a la creación de nuevos tipos de instrumentos financieros que proporcionan a los inversores una participación económica en las empresas, cuya difusión pública no ha sido prevista en la Directiva 2004/109/CE. Esos instrumentos podrían utilizarse para adquirir en secreto acciones en las sociedades, lo que podría dar lugar a un abuso de mercado y a transmitir una imagen falsa y engañosa de la titularidad económica de empresas cuyos valores se admiten a negociación en un mercado regulado. Para asegurar que los emisores y los inversores conozcan plenamente la estructura de la titularidad empresarial, la definición de instrumentos financieros de la citada Directiva debe abarcar todos los instrumentos de efecto económico similar a la tenencia de acciones y derechos de suscripción*”.

confirmación, goza en los contratos de cobertura del riesgo de subida del precio de las acciones, de la posibilidad de diferir la decisión sobre la efectiva adquisición de las acciones subyacentes hasta unos días antes de la fecha de vencimiento del contrato.

En estos casos, el contrato atribuirá al cliente la elección del sistema de liquidación de la operación, pudiendo optar, a su discreción, por el pago en efectivo o por la entrega de las acciones que constituyen el activo subyacente. Bastará para ello que se haya pactado en la confirmación la posibilidad de notificar la elección del sistema de liquidación finalmente seleccionado al intermediario financiero. El titular del instrumento financiero puede elegir si adquiere las acciones subyacentes o por el contrario opta por la liquidación de efectivo, como si dispusiera de una opción de compra para decidir la adquisición de las acciones subyacentes. En algunas ocasiones el contrato puede prever el cambio automático a un sistema de liquidación de efectivo si el precio de cotización a mercado de las acciones desciende de una barrera de precio fijada, superada la cual se entiende que la adquisición de las acciones deja de interesar al cliente.

Este sistema de liquidación del swap de acciones permite al titular del instrumento financiero retrasar la decisión de liquidación a un momento posterior al de la contratación, en el que ya sabrá si le conviene optar por la liquidación física en especie o no. Se trata de uno de los caracteres esenciales del contrato: permite optar por el sistema de liquidación más conveniente. Si el cliente estuviera obligado en firme a comprar las acciones desde la fecha de contratación del swap no estaríamos ante un contrato de permuta financiera, y si ante una operación a plazo "forward".

Siempre que no se haya pactado el sistema de liquidación en efectivo como único, el contrato confiere al titular del instrumento financiero derivado *“el derecho incondicional o discrecional a adquirir acciones ya emitidas que atribuyan derechos de voto”* (art. 28.1 RDT), confiriéndole con carácter exclusivo y previa notificación a la contraparte la decisión última de ejercicio del instrumento financiero¹³⁷.

H) LA DISOCIACIÓN DE LOS DERECHOS DE ACCIONISTA

Otra de las características de las permutas financieras sobre acciones es la separación de derechos y riesgos que produce. El negocio jurídico de permuta financiera sobre acciones se caracteriza, de manera más intensa en este tipo negocial que en otros contratos de derivados, por las situaciones de disociación de riesgos y beneficios que generan respecto a la posición de accionista (art. 93 LSC). El intermediario financiero interpuesto compra en el mercado, o adquiere del propio cliente, el paquete de acciones cuyos derechos económicos y políticos pueden ser total o parcialmente cedidos al cliente. El cliente-titular del instrumento financiero asume todos los beneficios y riesgos inherentes a la titularidad de las acciones que constan registradas a nombre del intermediario financiero. El traspaso de los beneficios puede implicar, en el caso de las permutas financieras de retorno absoluto (*“total return swap”*) la cesión convencional de todo el recorrido al alza del valor durante el periodo de referencia y, si se ha pactado, de las cantidades equivalentes a dividendos repartidos por la sociedad emisora en el período de referencia.

¹³⁷ El anexo II de la Circular 2/2007 de la CNMV recoge la obligación de notificación para toda persona, no consejero, que posea, adquiera o transmita, directa o indirectamente, instrumentos financieros que les den derecho a adquirir acciones ya emitidas que tengan derechos de voto atribuidos, en la medida en la que la decisión última de ejercicio del instrumento financiero dependa única y exclusivamente del tenedor del instrumento financiero.

Los swaps de retorno absoluto son contratos para la transferencia de toda la exposición económica del subyacente. Aunque no es un elemento del pacto de retorno absoluto, es frecuente en este tipo de operativas que el swap articule el pacto de cesión, expreso u oculto, del derecho de voto en las juntas generales de la sociedad emisora, a través del usufructo de acciones, la delegación de voto o los acuerdos específicos verbales o documentados de transferencia del derecho de voto (arts. 127.2, 184, 186 LSC; 24 RDT). El conjunto de situaciones de desdoblamiento que el negocio de permuta financiera sobre acciones genera, plantea relevantes cuestiones de legalidad societaria sobre la bondad o el perjuicio al interés social de los derechos de voto cedidos por título de naturaleza contractual, de carácter no dominical, que analizamos más adelante a la luz de la jurisprudencia más reciente.

De lo que parece no hay duda, como ha puesto de relieve la doctrina, es que la cesión contractual de los derechos de accionista en las permutas financieros y en los derivados sobre acciones quiebra el principio de proporcionalidad entre el capital social y el derecho de voto de nuestro modelo de gobierno corporativo que recogen los arts. 93.2 y 188.2 en la Ley de Sociedades de Capital¹³⁸.

¹³⁸ Hay unanimidad en la doctrina en considerar la ruptura de este principio a consecuencia de los swaps y otros derivados financieros sobre acciones: SANCHEZ-CALERO, F., *Ofertas públicas de adquisición*, Cizur Menor, Civitas, 2009, pp. 26: (“[...] *Aflora en este aspecto la crisis del principio de la proporcionalidad entre el valor de la acción y el derecho de voto acogido por nuestra Ley de Sociedades Anónimas*”. [...] *Pero al margen del hecho de que la titularidad directa de las acciones ha sido sustituida por su traspaso a las instituciones de inversión colectiva, se advierte que el derecho de voto se ha ido separando de la acción y se ha incorporado su ejercicio a otros valores o instrumentos financieros que adquieren un valor patrimonial*”); TAPIA HERMIDA, A., “La transparencia de...”, *op. cit.*, pp. 278: el titular del instrumento financiero sobre acciones “[...] *goza de un poder de disposición real (por proceder de las características de los propios instrumentos financieros) de los derechos de voto de las acciones*”; ALONSO LEDESMA y ALONSO UREBA, en MUÑOZ PÉREZ, A.F., *Los derivados financieros...*, *op. cit.*, pp. 10 (“[...] *Ello supone la ruptura de*

I) TRANSPARENCIA BURSÁTIL

La contratación de un swap sobre acciones admitidas a negociación no constituye, en principio, información privilegiada que pueda influir de forma concreta en la cotización de las acciones y deba difundirse a través de una comunicación específica de hecho relevante con arreglo al art. 82 LMV. La información relevante al mercado se difunde en estos casos al registro de participaciones significativas por la vía de las notificaciones de derechos de voto sobre instrumentos financieros ligados a acciones, si la participación es significativa. Este planteamiento, sin embargo, puede no ser el seguido por el supervisor cuando de los actos coetáneos y concomitantes a la contratación del swap sobre una participación significativa se desprende la voluntad real de la contraparte de comprar las acciones¹³⁹. En este caso, la CNMV en uso de sus

una las bases sobre las que se asienta dicho modelo de control en el régimen legal vigente, el principio de correspondencia entre poder (voto) y responsabilidad (riesgo y rentabilidad ligado al capital suscrito)”; MUÑOZ PÉREZ, A.F., Los derivados financieros..., op. cit., pp. 200: “[...] La facultad de votar sin riesgo económico resultado de la contratación de los equity, violenta el principio de proporcionalidad o correlación entre el capital y el derecho de voto”); GARCÍA DE ENTERRÍA, J. “Oferta pública de adquisición cuando se alcanza el control”, en AA.VV., La regulación de las OPAS, Civitas, Madrid, 2009, pp. 164: “[...] En efecto, la regla general en nuestro ordenamiento societario es que los derechos de voto son indisociables de la acción y no pueden circular al margen de esta. Pero dejando de lado que en el moderno tráfico jurídico este principio tiene más de apotegma jurídico que de verdadera realidad, por la creciente relevancia de –en particular en el contexto de OPAS, de muy variados instrumentos derivados que permiten desacoplar los derechos políticos de la rentabilidad económica de las acciones”).

¹³⁹ Este supuesto fue el planteado en la STJUE (Sala Segunda) de 11 de marzo de 2015, que analizó la adquisición de 85 millones de acciones de la sociedad cotizada francesa Saint-Gobain SA por parte de la sociedad Wendel SA (rebasando el 20% de los derechos de voto de Saint-Gobain) utilizando contratos de *equity swap* de liquidación en efectivo formalizados con entidades de crédito, que no fueron inicialmente notificados a la Autorité des marchés financiers (AMF). En el caso analizado se planteó si la adquisición de las acciones de Saint-Gobain por parte de Wendel, notificada a la AMF una vez que los contratos de permuta financiera fueron novados posteriormente para liquidarse en especie, podía sancionarse, a la vez, como infracción de las normas sobre publicación de las adquisiciones de participaciones significativas y como adquisición de instrumentos financieros liquidables en especie con información privilegiada. La AMF impuso una sanción a

Wendel SA, y al Presidente del Consejo de Dirección de Wendel SA, únicamente por la infracción de las normas sobre comunicación de participaciones significativas a la AMF, y no por la infracción de las normas de abuso de mercado que obligan a comunicar la información privilegiada, con el siguiente argumento: ([...] 14. *Tras una investigación sobre las condiciones del aumento de capital en Saint-Gobain, la AMF consideró que, si bien Wendel SA adoptó oficialmente el 3 de septiembre de 2007 la decisión de transformar la exposición económica a Saint-Gobain en tenencia física de títulos, los elementos contenidos en el informe elaborado al término de la referida investigación y la concomitancia entre la firma de las TRS y la obtención, por parte de Wendel SA, de financiación que posteriormente le permitiría adquirir en el mercado títulos de Saint-Gobain cedidos por las entidades de crédito en el marco de la liquidación de las TRS demostraban que desde el inicio Wendel SA había tenido la voluntad de adquirir una participación significativa en el capital de Saint-Gobain y que la operación financiera en cuestión se había llevado a cabo con ese objetivo esencial. 15. Así, la AMF reprochó a Wendel SA y al Sr. Lafonta, por un lado, no haber puesto en conocimiento del público a más tardar el 21 de junio de 2007, fecha en la que se acordó el conjunto de TRS, las principales características de la operación financiera preparada por Wendel SA, destinada a permitir a esta última adquirir una participación significativa en el capital de Saint-Gobain, y, por otro lado, no haber hecho pública, antes de que Wendel SA estuviera sujeta a la obligación de declarar el rebasamiento del umbral del 5 %, la información privilegiada que constituía la realización por parte de Wendel SA de esta operación financiera, con objeto de obtener una participación significativa en el capital de Saint-Gobain*". Sin embargo, el directivo de Wendel SA sancionado recurrió la sanción administrativa de la AMF ante la Cour d'appel de Paris, alegando que no podía determinarse a priori si la formalización de los contratos de permuta financiera sobre acciones de Saint-Gobain provocaría un alza o una bajada de la cotización de Saint-Gobain y, por tanto, si la propia contratación de los swaps de acciones con liquidación diferencial de efectivo podría comportar una información privilegiada concreta en el sentido de las Directivas sobre abuso de mercado, sosteniendo que "[...] una información sólo es concreta en el sentido de esta disposición [Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 28 de enero de 2003, sobre las operaciones con información privilegiada] si permite a quien la tiene anticipar en qué sentido variará el precio del título de que se trate cuando dicha información se haga pública. A su entender, sólo la información que permita prever si el precio del título de que se trate va a subir o a bajar permite a quien la posee saber si debe comprar o vender y, por consiguiente, le proporciona una ventaja con respecto a todos los demás participantes en el mercado que no dispongan de tal información. El Sr. Lafonta añade que, en el caso de autos, era imposible prever cuáles podrían ser las consecuencias, al alza o a la baja, sobre la cotización del título de Wendel SA, de la divulgación de la información relativa a la adquisición de una participación en el capital de Saint-Gobain)". La Cour d'appel de Paris planteó una cuestión prejudicial ante el TJUE sobre la interpretación del art. 1 de la Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 28 de enero de 2003, sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado (abuso del mercado). En la sentencia el TJUE no se pronuncia sobre si la cuestión específica planteada por el directivo de Wendel SA sancionado por la AMF se refiere a un problema de incumplimiento del deber de comunicación de la participación significativa a la AMF o a un problema de "insider trading" (la AMF únicamente sancionó por el incumplimiento de las obligaciones de notificación), limitándose a afirmar que la Directiva 2003/6/CE sobre abuso de mercado y la Directiva 2003/124 no exigen, para su aplicación y exigibilidad, que la sociedad que contrata las permutas financieras conozca o no a priori si la información relativa a las adquisiciones fiduciarias hará subir o bajar la cotización de las acciones de hacerse pública, sosteniendo el TJUE al respecto que "si se admitiera que una información únicamente puede considerarse de carácter concreto o preciso si permite determinar el sentido de la variación de los precios de los instrumentos financieros correspondientes, de ello

facultades supervisoras podría requerir al titular del instrumento financiero para que difundiera a través de una comunicación de hecho relevante la contratación del swap sobre acciones, para conocimiento público del mercado.

Aparte de los aspectos relativos a la información privilegiada, los swaps sobre acciones son derivados incluidos en el ámbito objetivo de la normativa del mercado de valores en distintos aspectos. Así, la legislación de transparencia de los mercados regulados establece la obligación del titular del instrumento financiero de notificar a la sociedad emisora y a la CNMV las participaciones significativas, o “importantes” en la terminología del Reglamento Delegado 2015/71, de 17 de diciembre de 2014 (y que completa la Directiva 2014/109/CE de transparencia), en sociedades cotizadas a toda persona que posea, adquiera o transmita, directa o indirectamente, instrumentos de permuta financiera *“cuando la proporción de derechos de voto, alcance, supere o se reduzca por debajo de los porcentajes establecidos”* (arts. 53.3 LMV; 28.1 RDT) en el plazo de cuatro días bursátiles, independientemente del sistema de liquidación de efectivo o especie¹⁴⁰. Actualmente el umbral mínimo de derechos de voto que obliga a la notificación está establecido en el 3% de los derechos de voto. La exigencia de transparencia respecto de la contratación del

resultaría que el poseedor de información podría utilizar como pretexto la existencia de una incertidumbre al respecto para abstenerse de hacer pública parte de esa información y, de este modo, obtener un beneficio en detrimento de los demás operadores del mercado”.

¹⁴⁰ El deber de notificación de los instrumentos derivados sobre acciones liquidados exclusivamente en efectivo es una exigencia impuesta en la modificación al art. 53.3 LMV en la Ley 11/2015, pendiente de desarrollo reglamentario. En la Disposición Transitoria Sexta de la Ley 11/2015, se establece respecto de esta modificación al art. 53.3 LMV que “[...] Las modificaciones introducidas por el apartado Seis de la letra B) de la disposición final primera, en el artículo 53.3 no serán de aplicación hasta la fecha que determinen las normas de desarrollo de esta Ley.” En consecuencia, queda esperar al desarrollo reglamentario en el RDT y la Circular 2/2007 de la CNMV para la entrada en vigor de la norma. v. TAPIA, A.J., “Las líneas básicas de la nueva regulación de las crisis bancarias...”, *op. cit.*, pp. 16.

derivado, además de obligatoria, es del todo lógica para la publicidad de las situaciones de exposición económica a las acciones superior al 3% de los derechos de voto.

Aparte del régimen de transparencia, el swap sobre acciones es un contrato mencionado en la legislación de OPAS, en los aspectos relativos al concepto normativo de control de las sociedades cotizadas. Los swaps sobre acciones son instrumentos financieros invisibles al mercado en manos del oferente, que pueden llegar a vulnerar el principio de igualdad de trato o, en su caso, comportar una perturbación del mercado si las acciones subyacentes del swap se adquieren en el marco de un proceso de OPA en tramitación. Por ello merecieron un tratamiento singular en la normativa de OPAs aprobada en 2007. El art. 5.1 d) del RD OPAs establece reglas de atribución de los derechos de voto correspondientes a las acciones que adquiriera el intermediario financiero interpuesto que haya contratado con el oferente swaps u otros derivados sobre acciones con el fin de alcanzar el control se imputarán al oferente como si se tratara de una posición de contado. La regla de atribución sitúa a los swaps sobre acciones como una modalidad de la adquisición concertada. La colaboración en este caso se establece en el marco del mandato de adquisición de instrumentos financieros referenciados a acciones.

Para el cómputo del umbral de adquisición del 30% de los derechos de voto que genera la obligación de formular OPA en el sistema de OPA total y a posteriori, se imputarán al titular del instrumento financiero de swap, como persona obligada a la formulación de la OPA, los derechos de voto conexos “de naturaleza contractual” a las acciones subyacentes del intermediario financiero interpuesto con quien hubiera

formalizado el contrato de permuta financiera sobre las acciones¹⁴¹. El desarrollo reglamentario actual solo prevé el supuesto en que el intermediario financiero ostenta las acciones (se refiere a las “*acciones poseídas*”), pero es de esperar que la modificación esperada del RDT para su adaptación a la modificación de la Directiva 2013/50/UE recoja un sistema de imputación del control de los swaps y otros derivados sobre acciones basado en la pura exposición económica, haya o no titularidad de acciones por el intermediario.

El sistema de OPAs, en lo referente a los derivados sobre acciones, se completa con la previsión del art. 9.2 c) RD de OPAs que considera precio equitativo de la OPA el precio de ejercicio del swap, más las primas satisfechas para la adquisición de las acciones subyacentes que se hubieran abonado al intermediario financiero, asumiendo que este precio sea superior al mayor precio obtenido utilizando otras metodologías aceptadas de precio equitativo.

IV. FUNCIÓN ECONÓMICA Y APLICACIONES CORPORATIVAS

Frente a los mercados de contado, los contratos de permuta financiera sobre acciones o índices son contratos de derivados financieros de carácter instrumental para la gestión de los riesgos del mercado bursátil. La funcionalidad del contrato tanto para la cobertura de las posiciones largas o de subida del precio de las acciones subyacentes como de las denominadas posiciones cortas o bajistas, permite la

¹⁴¹ Al margen de los derechos de voto directamente ostentados, deben incluirse en el cómputo del 30% los derechos de voto por título contractual (art. 5.2 RD OPAs). V. SANCHEZ-CALERO, F., *Ofertas públicas de...*, *op. cit.*, pp. 154; GARCÍA DE ENTERRÍA, J. “Oferta pública de...”, *op. cit.*, pp. 164; pp. 178-179.

utilización de las coberturas “equity swap” en todas las situaciones del mercado, de forma asimilada a otros instrumentos financieros derivados como los futuros o las opciones¹⁴².

En los mercados secundarios españoles se han formalizado operaciones muy significativas de permuta financiera sobre acciones o índices bursátiles, tanto en estrategias de cobertura o inversión en operaciones de fusiones y OPAs como en la gestión vinculada a la inversión colectiva. La virtualidad de los contratos de permuta financiera para permitir la adquisición de participaciones significativas de influencia o de control de sociedades cotizadas mediante la liquidación física en especie ha potenciado el uso de las permutas financieras en operaciones corporativas de gran volumen, sofisticación financiera y significación en los mercados. A continuación analizamos algunas de las aplicaciones más frecuentes de las operaciones de permuta sobre acciones con la información disponible en los registros oficiales de la CNMV.

A) COBERTURA DEL RIESGO DE MERCADO

¹⁴² V. el análisis de escenarios de utilización corporativa del “equity swap” que plantea CHANCE, D., “Equity swaps and equity investing”, William Wright Endowed Chair for Financial Services, Louisiana State University, July, 25, 2003 [en línea] <http://www.ijournals.com/doi/abs/10.3905/jod.1998.408004>, [consulta: 15 de septiembre de 2015], para quien el “equity swap” es un instrumento financiero especialmente idóneo para cualquier parte que quiera poder decidir, de forma incondicional o discrecional, la adquisición o no de acciones.

Los contratos de permuta financiera sobre acciones permiten gestionar la cobertura de los riesgos de mercado asociados a las oscilaciones al alza o a la baja de la cotización de las acciones. La capacidad de las permutas de acciones como instrumentos de gestión del riesgo de mercado hace posible que un inversor que desee tomar una participación significativa en una sociedad cotizada pueda comprar un instrumento financiero de cobertura que neutralice a futuro el riesgo de subida del precio de cotización de la acción, hasta el momento en que la adquisición de participación sea adquirida¹⁴³.

B) OCULTACIÓN DE LA PARTICIPACIÓN: PREPARACIÓN DE OPA

Los contratos de permuta de acciones son un instrumento idóneo para acometer la adquisición de participaciones significativas en Bolsa de forma opaca a través de intermediarios financieros, ocultando la titularidad real del inversor interesado en la adquisición, anticipando los actos preparatorios para la formulación de una OPA¹⁴⁴.

¹⁴³ Existen diversos precedentes en los que el contrato de permuta financiera de acciones ha sido un instrumento valioso en la cobertura de los riesgos al alza del precio de las acciones. En la operación de adquisición de una participación significativa en la cotizada Endesa y posterior OPA formulada por Acciona, esta última entidad contrató 14 coberturas financieras “equity swap” del precio de las acciones de Endesa con Banco Santander, en previsión del efecto de revalorización que las propias compras de Acciona supondrían en el valor. En la comunicación de Hecho Relevante remitida el 18 de octubre de 2006, Acciona literalmente decía que *“en previsión de incrementar la inversión en Endesa por encima del 10% inicialmente adquirido, Acciona ha contratado una cobertura financiera que neutralice el riesgo de fluctuación del precio de adquisición de las acciones para el caso de que su cotización se desviara respecto del precio pagado (32€) en la inversión inicial”*.

¹⁴⁴ Un claro ejemplo de la operativa invisible de las permutas financieras sobre acciones se planteó en los preparativos de la OPA hostil de la eléctrica francesa EDF sobre la sociedad Iberdrola en marzo 2008, que finalmente no llegó a formularse. La adquisición de una participación inicial de los derechos de voto de Iberdrola se instrumentó a través de permutas financieras sobre acciones contratadas por EDF de forma opaca a la sociedad afectada, Iberdrola, a las Bolsas, al regulador y al mercado en general., utilizando las ventajas propias inherentes de los swaps sobre acciones. La sociedad Iberdrola articuló una defensa jurídica rápida solicitando determinadas medidas cautelares ante los juzgados mercantiles de Bilbao contra EDF por considerar que había indicios claros de un

El contrato es el instrumento idóneo para drenar las acciones del capital flotante en el mercado antes de formular la OPA dejando la aceptación de la oferta en manos de los accionistas de referencia tras haber adquirido el máximo de acciones permitidas¹⁴⁵.

Las recientes reformas del régimen de participaciones significativas y de la normativa de OPAs han modificado la operativa poco transparente a través de permutas financieras y otros contratos financieros sobre acciones. El RDT vino a paliar el déficit en la provisión de información regulada de instrumentos financieros,

comportamiento desleal de EDF por no manifestar su posición abierta y clara en el mercado sobre la intención de adquirir o no Iberdrola. El sorprendente auto del Juzgado de lo Mercantil núm. 2 de Bilbao, de 25 de marzo de 2008, estimó la medida cautelar solicitada, *inaudita parte*, ordenando a EDF comunicar lo siguiente: Respecto a su intención: “[...] Si ha iniciado, o en su caso, está preparando, la adquisición del negocio de Iberdrola, S.A., y/o de las sociedades del grupo Iberdrola por medio de la compra de sus acciones, de valores canjeables o convertibles en acciones suyas o de la contratación de derivados cuyo activo subyacente sean tales acciones, como opciones de compra o permutas financieras.” Respecto a su eventual participación en Iberdrola: “[...] Si ha adquirido o en su caso tiene intención de adquirir por cualquier medio una participación significativa en el capital de Iberdrola, S.A. y/o de las sociedades del grupo Iberdrola, superior al tres por ciento, por sí o de forma concertada con otros.” EDF entendió que el juez mercantil carecía de competencia por tratarse de un asunto sometido a la regulación de la LMV y del RD de OPAS.

¹⁴⁵ Sin entrar a cuestionar lo que en octubre de 2006 y marzo de 2007 no estaba prohibido, el efecto brutal de exclusión de negociación de las acciones subyacentes aparejado a los contratos de *equity swap* sobre acciones de Endesa, suscritos por ambos oferentes, fue descrito con gran precisión en la comparecencia ante la Comisión de Economía del Congreso de los Diputados del entonces Presidente de la CNMV, D. Manuel Conthe, el 24 de abril de 2007, en relación a la situación del proceso de OPAS competidoras de E.ON y ENEL/Acciona sobre Endesa: “[...] En efecto, el criterio tradicional de la CNMV ha sido que los oferentes no adquirieran acciones en el mercado al margen de la OPA para que así todos los accionistas estén en pie de igualdad y obtengan el mismo precio y el oferente deba ofrecer un precio generoso que atraiga un gran volumen de acciones. Como esa limitación no figura en la propia Ley, la Comisión Nacional tradicionalmente ha exigido a los oferentes que incluyeran ese compromiso en el folleto de su oferta”. Sigue la transcripción: “[...] Por el contrario, tanto Acciona como ENEL compraron libremente acciones en el mercado y afirmaron públicamente que no tenían intención de franquear los umbrales que obligaban a lanzar una OPA. Más adelante, no obstante, cuando ya controlaban conjuntamente el 46% del capital de Endesa, optaron por concertarse públicamente para lanzar una OPA conjunta si fracasaba la OPA de E.ON, cosa por lo demás casi segura porque entre las dos empresas concertadas ya habían secado el mercado y hecho casi imposible que E.ON alcanzara la mayoría del capital.” (Diario de Sesiones del Congreso de los Diputados núm. 809, Sesión núm. 45 de 24 de abril de 2007, ante la Comisión de Economía).

requiriendo la comunicación de la participación indirecta a la sociedad emisora y a la CNMV a partir de la tenencia del 3% de los derechos de voto con intermediarios financieros interpuestos (anteriormente el umbral era del 5% del capital y no incluía derivados). La obligación de comunicación aplica incluso aunque el contrato sea exclusivamente liquidable mediante entrega de los valores subyacentes tras la modificación del art. 53.3 LMV en virtud de la Ley 11/2015.

El RD de OPAs atribuye los derechos de voto conexos a contratos de permuta financiera y otros instrumentos financieros sobre acciones al tercero obligado a formular la oferta que goza del derecho a adquirir las acciones del intermediario interpuesto. En la formulación de la oferta, el tercero queda obligado a respetar como nivel mínimo el precio de ejercicio de los instrumentos financieros más las primas satisfechas para la adquisición del derivado (art. 9.2. d) RD de OPAs.

Estas reformas no han restado relevancia a las permutas financieras sobre acciones en la preparación de las OPAS.

C) COBERTURA DEL “VALOR RAZONABLE”

Los contratos de permuta de acciones son igualmente aptos para la gestión del riesgo de mercado a la baja, frente a las caídas de cotización. En este tipo de estrategias de cobertura, el inversor o accionista de referencia es quién adopta la posición de vendedor de la permuta financiera sobre acciones frente al intermediario

de acciones, beneficiario en este caso de la eventual revalorización de las acciones subyacentes¹⁴⁶.

D) OBTENCIÓN DE LA PARTE VARIABLE DE RENTABILIDAD EN LA INVERSIÓN COLECTIVA

Las permutas financieras sobre acciones son un instrumento fundamental en la gestión de instituciones de inversión colectiva -especialmente fondos garantizados- y depósitos vinculados a la renta variable, para la obtención de la pata variable de rentabilidad¹⁴⁷.

El art. 3 de la Orden Ministerial EHA 888/2008, de 27 de marzo relativa a las operaciones de las IICs con derivados permite la operativa con derivados financieros, incluyendo expresamente a las permutas financieras sobre acciones o índices *“con la finalidad de asegurar una adecuada cobertura de los riesgos asumidos en toda o parte de la cartera, o bien como inversión para su gestión más*

¹⁴⁶ Un caso de utilización en coberturas bajistas lo ha protagonizado Critería CaixaCorp de Grupo CaixaBank. En junio de 2009 Critería CaixaCorp vendió el 1% de su participación en Telefónica obteniendo plusvalías. Posteriormente, procedió a recomprar durante julio de 2009 esa participación en el mercado, formalizando una operación de permuta de acciones para la cobertura del riesgo de mercado bajista de ese 1%. En el hecho relevante registrado el 23 de julio de 2009, Critería comunicó que su participación en Telefónica se situaba en el 5,019%, incluyendo *“un 1,0% sobre el que tiene suscritos contratos financieros por los que Critería no asume riesgos de mercado”*.

¹⁴⁷ A modo de ejemplo, el folleto del fondo “Ahorro Corporación Capital 6, FIM”, de 14 de julio de 1998, inscrito en los registros oficiales de IICs de la CNMV bajo el número 1.566 establecía que *“para obtener la parte variable del objetivo concreto de rentabilidad, la sociedad gestora ha contratado un equity swap cuyo subyacente es una cesta compuesta por 30 valores de distintos sectores y mercados”*. Recientemente se han vuelto a inscribir en la CNMV fondos garantizados que utilizan permutas financieras sobre acciones o índices en la obtención de objetivos concretos de rentabilidad.

eficaz, en el marco de una gestión encaminada a la consecución de un objetivo concreto de rentabilidad”.

E) “APARCAMIENTO” DE PARTICIPACIONES SIGNIFICATIVAS

Los contratos de permuta de acciones permiten diferir al momento más propicio de ejecución la adquisición de participaciones significativas “aparcadas” en intermediarios financieros interpuestos, que actúan por cuenta propia pero en interés del comprador del contrato de permuta de acciones, al que quedan afectas las acciones adquiridas por el intermediario.

A cambio de una remuneración de tipo de interés, la participación de acciones subyacente del derivado queda excluida de la negociación bursátil del mercado, en beneficio del cliente inversor. Además, los contratos de permuta de acciones suelen establecer la facultad de posponer y retrasar la fecha de liquidación de la operación en beneficio del comprador de la cobertura, mediante la novación del vencimiento del contrato, lo que permite al comprador de la cobertura acompañar la adquisición de las acciones que constituyan el subyacente al momento temporal que le resulte más adecuado. En definitiva, el contrato facilita la paulatina construcción de una posición de accionista de referencia (“stake-building”)¹⁴⁸.

¹⁴⁸ La construcción y reforzamiento de la estructura de participación accionarial en sociedades cotizadas se ve facilitada con este tipo de instrumentos financieros. De las compañías cotizadas del parque español, ACS ha utilizado las permutas corporativas en el reforzamiento de su posición de accionista en Iberdrola y en la constructora cotizada alemana Hochtief. En las comunicaciones de información relevante remitidas a la CNMV el 27 y el 28 de septiembre de 2006 ACS anunciaba la adquisición de un 1,8% y un 2,11% del capital de Iberdrola “a través de contratos de derivados, en concreto, equity swaps”. En Hochtief, ACS elevó su participación del 25,1% al 30% tras adquirir un 4,9% adicional vía permutas de acciones.

F) COBERTURA DE PLANES DE OPCIONES Y SISTEMAS RETRIBUTIVOS

La cobertura financiera externa de los planes de retribución y “stock options” referenciados al valor de la acción (art. 219 LSC) concedidos a los consejeros ejecutivos y directivos es una práctica de mercado habitual entre las sociedades cotizadas españolas. Los contratos de permuta de acciones son, aparte de la autocartera, el método de cobertura más extendido.

Sin temor a la exageración, prácticamente todas las sociedades de cierta capitalización del Mercado Continuo han recurrido a intermediarios financieros para la cobertura financiera de sus planes de opciones sobre acciones mediante swaps de acciones.

G) REDUCCIÓN DE COSTES FINANCIEROS

Las permutas de acciones minimizan los costes financieros derivados de la evolución bursátil de las acciones en el mercado. Siguiendo el ejemplo anterior de la toma de participación, la formalización de un contrato de permuta de acciones permite a los inversores conocer de antemano el coste de adquisición de las acciones que deberá afrontar en la fecha de liquidación del instrumento financiero, reduciendo los costes de financiación que la adquisición directa de las acciones en

Bolsa podría comportar si las acciones hubieran subido de precio al momento que se decidiera su adquisición¹⁴⁹.

H) GESTIÓN TEMPORAL DE AUTORIZACIONES DE ADQUISICIÓN

El contrato de permuta de acciones es un instrumento financiero idóneo para asegurar la adquisición posterior de una participación accionarial significativa, mientras se gestiona la obtención de las autorizaciones regulatorias requeridas por la legislación sectorial relevante para llevar a cabo la adquisición¹⁵⁰.

La adquisición de participaciones significativas en sociedades cotizadas que operan en determinados sectores estratégicos o regulados de la economía sometidos a supervisión (sector financiero, sector energético, etc.) puede requerir en algunos casos, dependiendo del porcentaje de participación a adquirir, la autorización previa de los reguladores financieros (Banco de España, CNMV o Dirección General del Seguros y Fondos de Pensiones), de la Comisión Nacional de Energía, o el Servicio de Defensa de la Competencia, etc. Esta autorización puede ser preceptiva, su obtención ser impredecible al inicio de la operación y condicionar la efectiva adquisición en caso de no obtención. Puede ser posible incluso que en el momento

¹⁴⁹ En el folleto explicativo de la OPA formulada por Acciona/Enel sobre Endesa menciona que el 10 de noviembre de 2006 se cancelaron 14 contratos *Total Return Equity Swap* suscritos por Acciona con Banco Santander en distintas fechas desde el 25 de septiembre de 2006 hasta el 19 de octubre de 2006, con precios de cobertura que oscilaban entre 32 y 34,50 euros. El precio final de formulación de la OPA fue significativamente superior, a razón de 40,16 € por cada acción de Endesa.

¹⁵⁰ El contrato de permuta financiera sobre acciones fue utilizado en las OPAS formuladas sobre Endesa y Unión Fenosa por Acciona/Enel y por Gas Natural, respectivamente, para la gestión del “tempo” de obtención de las autorizaciones regulatorias preceptivas de la Comisión Nacional de Energía (función 14), exigidas en el Real Decreto-Ley 4/2006, de 24 de febrero, para la adquisición de más del 10% de cualquier operador eléctrico. Hasta que no se obtuvieron dichas autorizaciones, los “equity swaps” no fueron liquidados mediante entrega de las acciones en especie.

de formalizar la permuta de acciones se desconozca si efectivamente se obtendrán las autorizaciones para la toma de participación. La permuta financiera sobre acciones permite asegurar la adquisición de las acciones, que quedan aparcadas en un intermediario financiero que las adquiere por mandato de su contraparte, posponiendo temporalmente la decisión sobre ejecutar o no la compraventa a una fecha posterior, en que se dispongan de las autorizaciones necesarias. En caso de que las autorizaciones no fueran obtenidas (o no), el inversor siempre podrá optar por la liquidación por diferencias de la operación de permuta, obteniendo en su caso una ganancia especulativa.

I) ORGANIZACIÓN DE LA FINANCIACIÓN DE ADQUISICIÓN

Las operaciones de adquisición de participaciones significativas en sociedades cotizadas suelen ser operaciones financiadas con deuda financiera bancaria, en las que se minimizan las aportaciones de recursos propios. La organización del proceso de financiación de una operación de toma de participación en sociedades cotizadas puede ser un proceso largo y complejo, especialmente si el volumen de financiación es importante e intervienen varias entidades financieras aseguradoras de la financiación de adquisición.

El contrato de permuta financiera es un instrumento idóneo para asegurar la ejecución futura de la adquisición bursátil, permitiendo la debida organización del proceso de financiación de la adquisición hasta la fecha en que la permuta sea ejecutada al precio de intercambio estipulado.

CAPÍTULO IV

NATURALEZA JURÍDICA Y CARACTERES

SUMARIO: I. EL OBJETO DEL CONTRATO. A) REQUISITO DE LICITUD. B) REQUISITO DE POSIBILIDAD. C) REQUISITO DE DETERMINACIÓN. II. CAUSA DEL CONTRATO. A) ATIPICIDAD DE LA CAUSA. B) LA CAUSA DEL SWAP EN LA DOCTRINA JURISPRUDENCIAL. III. NATURALEZA JURÍDICA DEL SWAP SOBRE ACCIONES O ÍNDICES BURSÁTILES. IV. LA DISCUSIÓN SOBRE EL CARÁCTER CONMUTATIVO O ALEATORIO. V. LA PRETENDIDA FALTA DE RECIPROCIDAD DE LAS PERMUTAS FINANCIERAS Y SU APLICACIÓN A LOS SWAP DE ACCIONES O ÍNDICES. A) EL DEBATE SOBRE LA FALTA DE RECIPROCIDAD DEL SWAP DE TIPOS DE INTERÉS. B) LA RECIPROCIDAD DE LAS PERMUTAS FINANCIERAS REFERENCIADAS A ACCIONES O ÍNDICES BURSÁTILES. VI. CONTRATOS AFINES. A) PERMUTA FINANCIERA Y PERMUTA SIMPLE. B) PERMUTA FINANCIERA Y COMPRAVENTA. C) PERMUTA FINANCIERA Y CONTRATO DE SEGURO. D) PERMUTA FINANCIERA Y CONTRATOS DE FINANCIACIÓN. E) PERMUTA FINANCIERA Y APUESTA. VII. LAS PERMUTAS FINANCIERAS SOBRE ACCIONES O ÍNDICES BURSÁTILES COMO OBJETO DE LA PRESTACIÓN DE SERVICIOS DE INVERSIÓN.

I. EL OBJETO DEL CONTRATO

El contrato de permuta financiera sobre acciones o índices es un contrato mercantil que carece de regulación sustantiva de sus requisitos. El contrato es referido de forma genérica en la LMV como instrumento financiero, como instrumento financiero derivado en los desarrollos reglamentarios que disciplinan las operaciones de las IIC con permutas financieras, y como contrato financiero referenciado a acciones en

el RD de OPAs, pero sin que encontremos una regulación típica uniforme de los requisitos de contratación, de la causa o de las formalidades del contrato. En los contratos mercantiles que son atípicos como el objeto de nuestro estudio, el análisis de los requisitos generales del objeto y la causa de contratación debe realizarse, en ausencia de una regulación mercantil típica (art. 50 C.Com), partiendo de las reglas generales del Derecho común, que a su vez nos remiten a las reglas objetivas de apoyo al intérprete de los arts. 1.271 CC a 1.277 CC¹⁵¹.

La existencia de todo contrato exige la concurrencia de los elementos que el Código Civil establece en su art. 1.261 como requisitos esenciales de validez, que se manifiestan a través del consentimiento válidamente prestado por los intervinientes sobre el objeto y la causa del contrato (art. 1.262 CC). En relación al objeto, la doctrina jurisprudencial del Tribunal Supremo ha identificado en algunas ocasiones el objeto de los contratos con las “cosas o servicios” a que se refiere, y en otras ocasiones ha definido el contrato por referencia a las prestaciones a que las partes se obligan, siempre que en este último caso se pongan en relación con la realidad sobre la que el contrato se proyecta, que es interés e intención negocial de las partes¹⁵². Sobre la base de esta

¹⁵¹ Como afirmaba GARCÍA VILLAYERDE, R., en los contratos mercantiles atípicos o “innominados”, siempre se plantea como primera cuestión a tratar la de su singularidad, que en definitiva puede sintetizarse en tratar de “*detectar la aparición de una causa distinta de las contempladas por el legislador*” (v. ALONSO SOTO, R., “Tipicidad contractual y contratos de financiación”, en AA.VV (coords. ALONSO UREBA, A., BONARDELL LENZANO, R., GARCÍA VILLAYERDE, R.), Nuevas entidades, figuras contractuales y garantías en el mercado financiero, Madrid, 1990, pp. 11).

¹⁵² LASARTE. C., *Curso de Derecho Civil...*, op. cit., pp. 360 a 362, desarrolla la evolución del planteamiento analizado sobre el objeto del contrato en la doctrina del Tribunal Supremo, desde las cosas o servicios hasta el programa de prestación del negocio jurídico.

fundamentación amplia del objeto, los requisitos del objeto del contrato que la moderna doctrina viene exigiendo son tres: licitud, posibilidad y determinación¹⁵³.

A) REQUISITO DE LICITUD

La licitud de la prestación requiere que los servicios objeto del contrato sean válidos y se encuentren en el comercio (art 1.271 CC). La validez de la obligación se puede valorar analizando si las prestaciones a que se obligan las partes de un contrato son contrarias a las leyes, a normas de orden público o a los usos mercantiles, en cuyo caso serían nulas (art. 6.3 C), o si el contrato es ilícito por referirse a prestaciones o servicios que no pueden ser objeto del tráfico mercantil, a tenor de lo establecido en el art. 1.272 CC. En las permutas financieras referenciadas al valor de las acciones o la variación de los índices bursátiles, las prestaciones de las partes se concretan en el cambio bilateral de pagos por revalorización bursátil de las acciones o del índice bursátil de referencia, por o a cambio de pagos de efectivo calculados mediante la aplicación de un tipo de interés sobre el importe nominal del swap, durante un período de referencia.

En este sentido, no ofrece duda que las prestaciones de dar a que se obligan las partes de un contrato de permuta financiera que referencia acciones o índices de bolsa pueden ser lícitamente asumidas en el tráfico mercantil, al amparo de la autonomía de la voluntad privada, que es fuente de nacimiento de las obligaciones en el Derecho de la contratación privada (arts. 1.089 y 1.255 CC). En apoyo de su validez debe mencionarse

¹⁵³ DIEZ-PICAZO, L, *Fundamentos del...*, op. cit., pp. 329; LASARTE. C., *Curso de Derecho Civil...*, op. cit., pp. 360 a 362.

el reconocimiento legislativo explícito del contrato desde su óptica de instrumento financiero, mencionado entre el elenco de instrumentos financieros derivados relacionados con valores o índices financieros sobre los que se proyecta la regulación del mercado de instrumentos financieros (art 2.2 LMV) en diferentes desarrollos reglamentarios.

Dentro de la muy escasa jurisprudencia existente sobre este tipo negocial, el contrato ha sido refrendado como contrato mercantil válido al amparo de la autonomía de la voluntad de las partes en la doctrina jurisprudencial del Tribunal Supremo que ha analizado en algunas resoluciones el swap sobre acciones sin cuestionar la licitud de su objeto, destacando la STS de 24 de enero de 2008¹⁵⁴, la STS de la Sala de lo Contencioso, de 19 de diciembre de 2011 (permuta financiera de cobertura del plan de opciones sobre acciones de Banco Santander)¹⁵⁵, y la STS de 26 de diciembre de 2014 (caso Inmobiliaria Colonial)¹⁵⁶. A mayor abundamiento, el contrato de permuta financiera en la modalidad sin duda más extendida de los swap de cobertura del riesgo de tipo de interés ha sido analizado en diferente jurisprudencia del Tribunal Supremo en el análisis de la validez del consentimiento prestado, que si bien ha dejado abierta la controvertida cuestión acerca de su naturaleza aleatoria o conmutativa y su carácter

¹⁵⁴ STS (Sala de lo Contencioso), de 24 de enero de 2008 (RJ 2008/918).

¹⁵⁵ STS (Sala de lo Contencioso), de 19 de diciembre de 2011 (RJ 2012/2872).

¹⁵⁶ La STS (Sala de lo Contencioso), de 19 de diciembre de 2011 (RJ 2012/2872) es rotunda acerca de la licitud y validez del contrato: “[...] Aunque para “Bank of America” de la operación derivaba en una rentabilidad financiera -objeto final de todas sus operaciones dada su naturaleza-consistente en la diferencia entre el interés pagado al mercado para poder adquirir las acciones en el mercado bursátil y el interés recibido del Banco de Santander, en cumplimiento de los contratos de permuta de flujos financieros, esto no permite privar de toda validez y efectos jurídicos a la compraventa de valores”.

recíproco, no ha dudado en calificarlo como contrato lícito y válido al amparo de la autonomía de la voluntad¹⁵⁷.

B) REQUISITO DE POSIBILIDAD

En la doctrina general sobre los requisitos del objeto del contrato la posibilidad de la prestación se plantea de forma positiva, en el sentido que solo puede ser objeto de negocios jurídicos las cosas o los servicios que, a contrario sensu del art. 1.272 CC, sean posibles¹⁵⁸. El requisito de la posibilidad se refiere a que las obligaciones de dar, hacer o no hacer en que consisten las prestaciones del contrato no sean imposibles, en alguna de su triple estimación física, legal o moral¹⁵⁹.

No cabe duda, en primer lugar, que las prestaciones permutadas de dinero o valores negociables en que se concretan las obligaciones de pago o entrega son bienes susceptibles de tráfico mercantil. Pero es que además el tipo de las permutas financieras puede enfocarse desde la consideración reservada a la contratación de instrumentos financieros objeto de los servicios de inversión. El contrato de permuta financiera sobre acciones o índices tiene por objeto la prestación de un servicio de inversión consistente en la negociación por cuenta propia -y subsiguiente venta- de un instrumento de cobertura financiera o especulación relacionado con el valor de las acciones o los índices bursátiles sujetos a oscilación de su valor. Es, por tanto, un servicio prestado por una entidad financiera que presta servicios de inversión tipificados en el art. 63 de la

¹⁵⁷ Por todas, v. la STS (Sala de lo Civil), de 7 de julio de 2014 (RJ 2014/3541).

¹⁵⁸ LASARTE. C., *Curso de Derecho Civil...*, op. cit., pp. 361.

¹⁵⁹ Por todas, la STS (Sala de lo Civil), de 16 de diciembre de 1970, citada posteriormente en otras muchas sentencias interpretativas del art. 1.273 CC por parte del Alto Tribunal.

LMV como servicios sujetos a reserva legal de actividad a favor de las entidades autorizadas para la prestación profesional y habitual de servicios de inversión sobre instrumentos financieros a clientes.

Puede por ello afirmarse que la prestación del servicio en que se concretan las prestaciones del contrato no es que sea factible, es que además de posible está tipificado como servicio de inversión sobre instrumentos financieros derivados prestado a clientes, sujeto en su realización a reserva legal de actividad a favor de las entidades de crédito y empresas de servicios (art. 62.2; 64.7, 65.1 LMV)¹⁶⁰.

C) REQUISITO DE DETERMINACIÓN

El requisito de la determinación del objeto de los contratos previsto en el art. 1.273 CC se refiere a la concreción de la cosa o servicio que constituye el objeto del contrato. Esta exigencia de determinación del objeto no debe considerarse como un

¹⁶⁰ En este punto es importante afirmar la naturaleza de servicio de inversión del negocio de derivados involucrado en la venta de permutas financieras y otros instrumentos financieros derivados objeto de la prestación de servicios de inversión, para oponer el negocio a los contratos bancarios o parabancarios objeto de la prestación de servicios bancarios por parte de las entidades de crédito. La calificación es relevante y comporta efectos jurídicos en uno u otro sentido, siendo el más importante de ellos la aplicación de las normas de conducta de la LMV (y no las de los bancos) que disciplinan la contratación de derivados. Al respecto, en ayuda de esta interpretación resultan particularmente esclarecedores, una vez resuelta la polémica sobre la aplicación de las normas de conducta de la LMV a los swaps de tipo de interés y no la normativa bancaria, algunos de los párrafos del comunicado conjunto del Banco de España y de la CNMV de 20 de abril de 2010 relativo a la delimitación de competencias en relación a supervisión y resolución de reclamaciones por instrumentos financieros derivados de cobertura de tipo de interés o divisas, en el que ambos reguladores manifestaron que el hecho de que *“el producto principal sobre el que gira el derivado (instrumento financiero) vinculado, sea un producto bancario, supone que el cliente a la hora de ser informado del producto ofertado y de la valoración de la adecuación del mismo a sus características debe tener las garantías propias de los servicios bancarios y no de inversor.”*

requisito absoluto para la existencia del contrato¹⁶¹, pudiendo hablarse de que el objeto queda válidamente determinado en el momento de perfección del contrato si la determinación definitiva del objeto, en su cantidad, puede tener lugar posteriormente con arreglo a los criterios establecidos por las partes sin necesidad de nuevo convenio (art. 1.273, 1448 CC). Característica del contrato de permuta financiera sobre acciones o índices, y de los swaps en general, es que las prestaciones de dar dinero o valores negociables en que consisten las obligaciones de pago recíprocamente asumidas por las partes no están determinadas en la fecha de firma del documento de confirmación de la permuta financiera, sino que son determinables en función de los criterios de fijación de la deuda de valor con arreglo a lo establecido por las partes en la confirmación, en función de la fluctuación del valor de las acciones o los índices y los tipos de interés hasta la fecha de vencimiento de la operación¹⁶².

Esta indeterminación inicial de las prestaciones de las contrapartes en el swap puede considerarse como un elemento típico de los contratos de derivados que no resta eficacia y validez a estos contratos¹⁶³. Para superar las cuestiones de determinabilidad

¹⁶¹ Como apunta GETE-ALONSO, pueden distinguirse dos fases en la determinación del objeto de los contratos. La determinación inicial en el momento de perfeccionarse el contrato y la determinación posterior o determinabilidad, una vez este ya se ha perfeccionado, para la concreción de la prestación en base a los criterios que las partes han acordado, v. GETE-ALONSO, M.C., “Comentario al artículo 1.273 del Código Civil”, en AA.VV., *Comentario del Código civil*, Ministerio de Justicia, Volumen I, Madrid, 1991.

¹⁶² OLIVENCIA, M., “Calificación concursal del...”, *op. cit.*, pp. 41-42.

¹⁶³ El expediente técnico de cálculo diferencial en que consiste la determinación de la deuda de valor en los contratos de derivados no es sino manifestación del principio de determinabilidad del objeto del contrato, admitido en nuestro Derecho y que, como afirma OLIVENCIA, tiene expresión normativa en el art. 1448 del C.C. respecto del precio de la compraventa por referencia “a determinado día, bolsa o mercado”. V. OLIVENCIA, M., “Calificación concursal del...”, *op. cit.*, pp. 42-43: “[...] Característica del contrato de swap es que las prestaciones en que consisten las obligaciones asumidas por las partes no están determinadas en el momento de su conclusión, sino que son determinables en función de criterios establecidos por las partes por referencia a las oscilaciones futuras de tipos de interés, dentro de ciertos límites cuantitativos, “sin necesidad de nuevo convenio entre los contratantes” (art. 1273 del C.c.). Es el

inicial del objeto, la doctrina especializada ha construido el concepto de deuda de valor al que anteriormente nos hemos referido, entendiendo que en los contratos de derivados las partes se comprometen recíprocamente al pago futuro de deudas de valor inicialmente indeterminadas por tratarse genéricamente de operaciones a plazo, que quedaran posteriormente cuantificadas al vencimiento del contrato sin necesidad de nuevo acuerdo, aplicando las cláusulas de fijación definitiva de la prestación contenidas en el documento de confirmación de operación. La determinación de la deuda de valor por parte del intermediario financiero que presta la contrapartida del derivado opera como un procedimiento técnico válido -convenido entre las partes (art. 1.448 CC)- para el cálculo y determinación del importe en que se concretan las respectivas prestaciones objeto del contrato, tanto si es liquidable diferencialmente en efectivo como en especie.

II. CAUSA DEL CONTRATO

La doctrina y la jurisprudencia han señalado la definición de la causa de los contratos como una de las cuestiones más problemáticas del Derecho privado, por la vaguedad de la regulación civil y la pluralidad de interpretaciones surgidas al respecto. Según nuestro Código Civil, la causa es uno de los elementos esenciales para la existencia de los contratos de tal forma que el consentimiento contractual se manifiesta por el concurso de la oferta y la aceptación sobre el objeto y sobre la causa de celebración del contrato (arts. 1261. y 1262. 1 CC). La existencia de causa contractual lícita y posible es presupuesto esencial de la contratación.

principio de determinabilidad del objeto del contrato, admitido en nuestro Derecho y que tiene expresión normativa en el art. 1448 del C.c. respecto del precio de la compraventa por referencia “a determinado día, bolsa o mercado.”

Nuestro Tribunal Supremo, superando la ambigüedad del planteamiento de la “causa de la respectiva obligación” del Código Civil, ha identificado en numerosas e importantes resoluciones de jurisprudencia interpretativa la causa de los contratos onerosos y sinalagmáticos como un concepto objetivo en relación con la finalidad común perseguida por los contratantes, que es la función económico-social que despliega el contrato y que trasciende del propósito bilateral perseguido por cada parte.

A) ATIPICIDAD DE LA CAUSA

Con arreglo a este planteamiento, el contrato de permuta financiera sobre acciones o índices es un contrato no regulado de causa atípica. Aunque la atipicidad no es total y existen algunas menciones regulatorias a su función de instrumento financiero derivado, la función económico-social del contrato no se encuentra legalmente formulada en base a un esquema contractual predeterminado. En este sentido, del análisis de las resoluciones judiciales de las Audiencias Provinciales que han analizado la conflictividad de los swaps de tipo de interés se desprende un paralelismo en la actual aproximación a la causa de estos contratos, desde una posición integradora basada en la consideración negocial teleológica (art. 3.1 CC) y de conjunto del contrato de permuta financiera como negocio jurídico de gestión de riesgos financieros. De manera acertada, frente a las pretensiones sostenidas por cada parte en los procedimientos judiciales de declaración de nulidad respecto a la finalidad de cobertura o de especulación del contrato, ha surgido una corriente jurisprudencial de las Audiencias Provinciales que de forma genérica identifica la función económica del contrato de permuta financiera con la gestión del riesgo de oscilación del precio de los subyacentes financieros.

Esta interpretación manifestada respecto de los contratos de permuta financiera de tipo de interés es igualmente aplicable para la determinación de la causa en los contratos de permuta financiera que referencian las tendencias de la renta variable. Las permutas financieras sobre acciones o índices pueden tener finalidad de cobertura o de especulación pero, cualquiera que sea la intención de los contratantes, sobre la finalidad de las partes subyace la función esencial de estos contratos, y de los contratos de derivados, de servir para gestionar riesgos de otros contratos o activos financieros que oscilan de precio o cotización. Esta posición jurisprudencial permite superar la dicotomía de los contratos de permuta financiera, que se distinguen entre aquellos que tienen finalidad de cobertura o de especulación, y entronca con la consideración económica tradicionalmente asignada a los instrumentos financieros derivados como contratos instrumentales para la transferencia de los riesgos financieros entre los diversos agentes que participan en el mercado¹⁶⁴.

B) LA CAUSA DEL SWAP EN LA DOCTRINA JURISPRUDENCIAL

La argumentación anteriormente referida de la causa de las permutas financieras, como contratos de gestión y cobertura de riesgos, ha sido reiterada y acogida en gran

¹⁶⁴ Entre otras sentencias relevantes, la función económica-social del contrato de permuta financiera como contrato con causa de gestión de riesgos a través de una estructura de obligaciones sinalagmáticas ha sido destacada en diferentes resoluciones de las Audiencias Provinciales, como las SAP de Madrid, Secc. 10ª, de 12 de junio de 2013 (JUR 2013/260535) y 9 de octubre de 2013 (JUR 2014/3544), que consideran que “*la función cardinal del contrato de permuta financiera no es sino la limitación de los riesgos*”. En la misma línea doctrinal, también reproducidas por otras Audiencias Provinciales, las SAP de las Islas Baleares, Secc. 3ª, de 29 de mayo de 2012 (JUR 2012/242187) y Secc. 5ª de 15 de octubre de 2012 (JUR 2012/397591) establecen que la finalidad del contrato de permuta financiera es “*la protección frente a las fluctuaciones de los mercados financieros*”.

número de sentencias de los Jueces de lo Mercantil y de las Audiencias Provinciales. En el caso específico del swap sobre acciones, el Tribunal Supremo, en la STS de 19 de diciembre de 2011¹⁶⁵, reconoció la validez de la causa de los contratos de swap sobre acciones, proclamando en el caso de autos la autonomía negocial de este swap respecto del préstamo mercantil¹⁶⁶.

En la misma línea interpretativa, aunque de rango inferior, es especialmente significativa la SAP de Madrid de 18 de mayo de 2015¹⁶⁷, por la aplicación expresa que realiza de las sentencias del Tribunal Supremo y de otras sentencias anteriores de la propia Audiencia Provincial de Madrid sobre la causa contractual de las permutas financieras como contratos de reducción y cobertura de riesgos financieros¹⁶⁸.

¹⁶⁵ STS (Sala de lo Contencioso), de 19 de diciembre de 2011 (RJ 2012/2872).

¹⁶⁶ La STS citada de 19 de diciembre de 2011 (RJ 2012/2872) entra de lleno a valorar el fondo del contrato de permuta financiera sobre acciones en el recurso de casación interpuesto por Bank of America ante el Tribunal Supremo contra la denegación a la aplicación de la deducción por doble imposición de dividendos del artículo 28.1 de la Ley 43/1995, correspondiente a los dividendos procedentes de un paquete de acciones de Banco Santander objeto de dos contratos de “equity swap”. La STS no desmiente la calificación efectuada en la instancia y en el recurso de casación por el demandante Bank of America en contra de la calificación de las permutas financieras como préstamo mercantil, que sostenía en el recurso interpuesto “[...] *que no siendo inválida la causa de la compraventa tampoco podía serlo la titularidad de las acciones*”, si bien en la resolución del recurso de casación el Tribunal Supremo menciona que le corresponde “*valorar ahora su acierto, cuestión ésta que no nos corresponde enjuiciar*”.

¹⁶⁷ SAP de Madrid de 18 de mayo de 2015 (JUR 2015/142524).

¹⁶⁸ V. SAP de Madrid, Secc. 28ª, de 18 de mayo de 2015 (JUR 2015/142524), que citando la anterior sentencia del mismo tribunal de 20 de diciembre de 2013 (2014/58752), analiza en detalle la causa contractual de cobertura de riesgos financieros de las permutas financieras: “[...] *La causa contractual radica en la reducción de los riesgos inherentes a subidas o bajadas de los tipos de interés, pues los de carácter variable están sometidos a los cambios que marque el mercado. La finalidad y causa de los swaps sobre tipos de intereses es la gestión y cobertura de los riesgos financieros relacionados con éstos. La permuta financiera de tipos de interés es, por lo tanto, desde el punto de vista jurídico, un contrato autónomo e independiente de las operaciones de pasivo cuyo riesgo de tipo de interés pueda estar intentando cubrir. El swap no entrañaría una novación del pacto de intereses de la operación u operaciones de pasivo a las que pudiera estar brindando cobertura, si es que las hubiera en el caso concreto del que se tratase. La función que cumple el pago de intereses en el marco de las relaciones contractuales es, en el caso de los de carácter remuneratorio, la de retribuir el uso de un capital ajeno y, en el caso de los de demora, la de actuar*

III. NATURALEZA JURÍDICA DEL SWAP SOBRE ACCIONES O ÍNDICES BURSÁTILES

como una indemnización por retraso o por incumplimiento - componente resarcitorio- y como mecanismo desincentivador del incumplimiento o el cumplimiento tardío -componente sancionatorio-. En cambio, la causa del swap no es la remuneración de un capital prestado, ni tampoco la de actuar como instrumento para impulsar el cumplimiento de otro contrato, y además quién haya de ser el que finalmente quede obligado al pago frente a la otra parte será determinado por las oscilaciones de los tipos de interés, porque de ellas derivan los riesgos que las partes quieren cubrir al suscribir este tipo de contratos. Los pagos que se hagan entre las partes en virtud de las permutas financieras sobre tipos de interés no retribuyen nunca un préstamo o un crédito ni se produce una transferencia de capital en concepto de financiación por la entidad de crédito al cliente o viceversa. Las liquidaciones en un swap de tipos de interés se calculan sobre la base de una cantidad teórica (nocional o pactada a efectos de cálculo). Ni la contratación del swap altera las prestaciones propias del préstamo o crédito paralelo ni tampoco la firma del préstamo supone modificación alguna de las prestaciones del swap. Aun cuando las partes hubiesen decidido que la razón para suscribir el swap estuviera relacionada con la paralela firma de otros contratos de los que se derivase el devengo de un interés periódico, ello no significaría que el contrato de swap perdiese su autonomía y que sus prestaciones pudieran ser asimiladas a intereses. Porque la función de cobertura de riesgo que cumple el swap no desplaza la de pagar el interés ni puede confundirse con ella. Que sirva de garantía frente a la evolución (favorable o adversa) de los tipos de interés, no supone que las prestaciones que del mismo resulten por consecuencia de liquidaciones negativas para el prestatario deban merecer la consideración de intereses (coincidimos en este sentido con lo señalado por la sentencia de la sección 15ª de la AP Barcelona de 20 febrero de 2012). Debemos subrayar que el mecanismo de la subordinación diseñado por la Ley Concursal contribuye, con un evidente criterio de justicia, a garantizar que, entre otros efectos, componentes accesorios de las deudas (como los intereses) no produzcan el efecto pernicioso de agotar el patrimonio del deudor haciéndolo insuficiente para atender, en la medida en que proceda, los derechos de los demás acreedores, por lo que se persigue que se satisfaga primero el principal de todos los créditos antes de atender aquellos otros conceptos con los bienes que al final le pudieran restar al concursado. Por lo tanto tiene sentido la subordinación en la medida en que estemos ante lo que pueda considerarse accesorio (como los intereses), pero no ocurriría lo mismo si estuviésemos ante un aspecto esencial de un determinado contrato (en este caso las liquidaciones resultantes del swap). La aplicación con carácter extensivo del artículo 92 de la LC para dar cabida a otros créditos, aparte de los que en él se relacionan, que hayan de resultar postergados en el seno de un concurso nos parece fuera de lugar, cuando la Ley Concursal no da pie, precisamente, a ese tipo de interpretaciones, pues se señala en su exposición de motivos (expositivo nº V) que la calificación de ordinarios de los créditos constituye la regla general del concurso, a la que solo caben excepciones contadas y muy justificadas, que pueden serlo positivas (los privilegios) y negativas (la subordinación crediticia). No resulta adecuado incurrir en ampliaciones de las mismas para comprender supuestos no previstos en tales excepciones, que no guarden clara identidad de razón hasta el punto de permitir subsumirlas en las ya existentes sin llegar a forzarlas...”.

Como ocurre en relación con cualquier institución jurídica, la determinación de la naturaleza jurídica de los contratos permite identificar sus principales caracteres y establecer el régimen jurídico de aplicación. El contrato de permuta financiera sobre acciones o índices bursátiles es un contrato mercantil de derivados, de carácter atípico, de igual forma que carecen de regulación sustantiva las permutas financieras de cobertura del riesgo de tipo de interés. Si bien la admisión de los contratos de derivados como contratos atípicos no ofrece duda alguna en nuestro Derecho en base al principio de la autonomía privada de la voluntad, la cuestión relevante es averiguar las normas de Derecho dispositivo que hayan de completar las reglas negociales aplicables de forma supletoria o por analogía¹⁶⁹.

Los contratos de permuta financiera referenciados a acciones o índices son una adaptación de la estructura contractual de los swap a un subyacente de acciones o índices bursátiles. En el contrato concurren los caracteres ya definidos para las permutas financieras de tipo de interés en la numerosísima jurisprudencia que ha analizado la naturaleza jurídica, objeto y función económico-social de las permutas de tipo de interés. Participando de las características anteriormente analizadas para los swaps de tipo de interés, podemos caracterizar el contrato de permuta financiera sobre acciones o índices bursátiles como un contrato mercantil, atípico, bilateral, autónomo y principal, consensual, oneroso, recíproco, esencialmente conmutativo, de duración continuada y tracto sucesivo¹⁷⁰.

¹⁶⁹ DE CASTRO Y BRAVO, F., *El negocio jurídico*, Civitas, Madrid, 1985, reeditado facsímil 1997, pp. 205.

¹⁷⁰ No hay duda alguna de la mercantilidad del contrato (art. 2 CCom), en los criterios subjetivos y objetivo del negocio. Aplicaría asimismo el criterio de mercantilidad de los contratos financieros, como en las permutas financieras en las que interviene una entidad de crédito o una empresa de servicios de inversión prestando la contrapartida en el derivado. El criterio ha sido ampliamente recogido como una de las novedades del Anteproyecto de Ley de Código Mercantil. V. el apartado

A estas características habría que añadir que se trata de un contrato de naturaleza extrabursátil y de carácter complejo, característica esta que comparte con los contratos de derivados OTC, estando referida esta complejidad no solo a la integración en el contrato de elementos mixtos yuxtapuestos de otros contratos, sino también a la consideración del contrato como instrumento financiero de comercialización compleja en la red minorista bajo la normas de conducta de la LMV (art. 79 bis. LMV). Todos estos caracteres son específicamente afirmados respecto a los contratos de permuta financiera sobre acciones en la SJM núm. 10 de Barcelona de 17 de febrero de 2015¹⁷¹, que por la profundidad de sus argumentos (analiza la naturaleza jurídica del contrato para determinar la inclusión o exclusión en la lista de acreedores del crédito de un swap sobre acciones) representa uno de los pronunciamientos de mayor relevancia en la caracterización del swap sobre acciones cotizadas¹⁷².

VI-5 de la Exposición de Motivos, que reproducimos parcialmente: “[...] *En algunos supuestos el contrato tiene siempre carácter mercantil debido a la necesaria participación de una empresa o un operador del mercado en la relación contractual. Así ocurre en contratos como los contratos financieros, el seguro o el transporte. Para que no exista ninguna duda, en el artículo correspondiente se dispone de manera explícita que el contrato en cuestión es siempre mercantil*”; y el apartado VI-96 de la Exposición de Motivos: “VI-96. *El contenido del Título VII del Libro, dedicado a los contratos financieros, comprende la materia que se denomina habitualmente contratos bancarios, esto es, los contratos que realizan usualmente las entidades de crédito en el ejercicio de la actividad que les es propia*”.

¹⁷¹ SJM núm. 10 de Barcelona de 17 de febrero de 2015 (JUR 2015/88993).

¹⁷² La naturaleza jurídica y caracteres del contrato analizan en la citada SJM núm. 10 de Barcelona de 17 de febrero de 2015 (JUR 2015/88993), que afirma su consensualidad, conmutatividad y reciprocidad: “[...] 19. *Así las cosas, y participando de algunas de las características de los contratos citados, y de algunos más, podemos decir que el swap es un contrato atípico, consensual, sinalagmático, duradero, conmutativo, con un objeto determinado o determinable, periódico y complejo. 20. Así las cosas, y una vez determinada la naturaleza genérica de los swaps, debemos considera el concreto contrato objeto de los presentes autos, que es un producto extremadamente complejo y que, denominado Total Return Swap, establecía una serie de relaciones entre Banco Santander y Delforca con base en la cotización de las acciones de Colonial, de tal manera que, en representación de una serie de clientes, accionistas de referencia de Colonial, Delforca –entonces Gaesco Bolsa- actuaba de mero intermediario de los mismos*

IV. LA DISCUSIÓN SOBRE EL CARÁCTER CONMUTATIVO O ALEATORIO

El pretendido carácter aleatorio del contrato de permuta financiera se ha discutido en las distintas posiciones doctrinales y jurisprudenciales mantenidas respecto a los swaps de tipo de interés. Son contratos conmutativos los contratos que generan obligaciones y cargas contractuales equivalentes y recíprocas entre las partes pecuniariamente determinadas desde la formalización del contrato. Por el contrario, son contratos aleatorios aquellos en que la relación existente entre los beneficios o pérdidas que las partes asumen no está determinada, ya que la prestación de dar o hacer depende de un acontecimiento incierto o que ha de ocurrir en tiempo indeterminado (art. 1.790 CC). Entre los contratos conmutativos, destacan la compraventa o el arrendamiento. Los contratos aleatorios se identifican con los contratos de juego civilmente obligatorios del art. 1.801, aunque también pertenecen a la categoría de contratos aleatorios la renta vitalicia o el seguro.

La doctrina jurisprudencial más reciente que ha analizado la naturaleza jurídica de los contratos de permuta financiera de tipos de interés se muestra dividida respecto al carácter conmutativo o aleatorio. En algunas sentencias se define el contrato de permuta financiera como un contrato esencialmente conmutativo, el que las partes conocen *ab initio* sus derechos y obligaciones, en el que la aleatoriedad

y encargaba a Banco Santander la compra o venta de estas acciones, por lo que el sustrato del swap existente entre las partes se hacía depender del precio concreto de las acciones de Colonial, determinando los flujos de dinero entre las partes en función de la cotización o precio de la acción de Colonial, lo cual suponía que en el momento de la liquidación del swap bien Banco Santander tenía que pagar a Delforca o ésta a Banco Santander”.

quedaría limitada al concreto importe de las prestaciones¹⁷³. Estos autores entienden que la causa del contrato (la cobertura de riesgos) no queda afectada. Con un criterio distinto, en otras resoluciones judiciales se destaca que el contrato tiene cierto carácter de futuro o condición, dado que las obligaciones van naciendo para las partes según elementos futuros de acontecimiento cierto (oscilaciones del Euribor en determinadas fechas) pero de contenido incierto (no se sabe si aumentará o disminuirá conforme al tipo fijo concertado)¹⁷⁴. Las tendencias jurisprudenciales mayoritarias que aproximan los contratos de permuta financiera al grupo de contratos aleatorios, advierten que la aleatoriedad del contrato sería únicamente predicable respecto de la cuantía concreta de las prestaciones (alea económica), en todo caso susceptible de fijación al vencimiento del contrato sin incumplimiento de las previsiones del art. 1.273 CC¹⁷⁵.

En lo que atañe al swap sobre acciones o índices, compartimos la posición de la doctrina que adopta una postura intermedia¹⁷⁶, reconociendo que el contrato de permuta financiera sobre acciones o índices bursátiles presenta un componente de aleatoriedad acusado inserto en su estructura contractual, que puede alcanzar no solo

¹⁷³ SAP de Barcelona de 28 de junio de 2012 (JUR 2012/371642).

¹⁷⁴ SAP de Madrid de 7 de noviembre de 2014 (JUR 2015/19248).

¹⁷⁵ SAP de Barcelona de 28 de junio de 2012 (JUR 2012/371642) que rectifica el criterio de aleatoriedad mantenido en la sentencia de 26 de abril de 2012 de la misma Audiencia Provincial (JUR 2012/168965), cuya doctrina es reiterada después en muchas otras.

¹⁷⁶ Podemos identificar la postura intermedia citada, que reconoce el alea económica del contrato de swap, pero sin cambiar su naturaleza conmutativa en la razonada SJM núm. 1 de Las Palmas de Gran Canaria de 9 de mayo de 2011 (AC 2011/536): “[...] Además, los contratos de cambio financiero son contratos conmutativos en los que la “alea normal” -«riesgo derivado de las oscilaciones del mercado y el que por ello una prestación devenga más o menos onerosa» (Díez-Picazo, *Fundamentos*, I, 2007, p. 105)- se introduce en el negocio como “alea convencional”, pero el contrato continúa poseyendo una naturaleza o estructura conmutativa y no aleatoria (según define la aleatoriedad el art. 1790 CC). La contraprestación de los pagos en la llamada permuta financiera para cada una de las partes es, precisamente, la obligación de la otra parte de realizar sus propios pagos.”

a la concreta fijación del *quantum* de las prestaciones de dar, sino a la propia determinación de la prestación debida (efectivo o valores negociables) en aquellos contratos que atribuyen la facultad de elegir la modalidad de liquidación, pasando de una estructura diferencial a otra diferente de entrega de valores. Incluso en estos supuestos, entendemos que la aleatoriedad es exclusivamente económica, pero no afecta a la causa del contrato ni lo hace condicional. Alcanza a la concreción de la cuantía del importe de las liquidaciones de revalorización o depreciación bursátil que deben ser satisfechas periódica y sucesivamente, pero no a la identificación de la parte que, en cada liquidación, resultará deudora de la prestación que debe ser pagada.

En la polémica judicial sobre la conmutatividad o aleatoriedad de los swaps, el Tribunal Supremo ha optado en la STS de 7 de julio de 2014¹⁷⁷ (nulidad de un contrato de permuta financiera de tipo de interés) por centrar el debate en la incidencia en el swap del incumplimiento de los deberes de diligencia, transparencia e impuestos por las normas de conducta de la LMV, aproximando el contrato de permuta financiera a los contratos aleatorios -de forma ambigua y sin entrar a concretar otros caracteres de la naturaleza jurídica del contrato-, al afirmar que “*en el swap la pérdida consiste en el pago de muy considerables cantidades de dinero si los tipos de interés bajan, lo que lo aleja de la estructura del contrato de seguro para aproximarle a otro contrato también aleatorio pero muy diferente como es el de apuesta*”.

Esta aproximación del Tribunal Supremo a los negocios de apuesta entendemos que puede estar inducida por toda la controversia generada en torno a la existencia

¹⁷⁷ STS (Sala de lo Civil), de 7 de julio de 2014 (RJ 2014/3541).

de vicios acreditados del consentimiento en la masiva comercialización de permutas financieras de tipo de interés por los bancos, sin observar las normas de conducta de los servicios de inversión. No obstante, cualquiera que sea la calificación al respecto, las consecuencias son más teóricas que prácticas, ya que la calificación de las permutas financieras como contratos aleatorios no comporta consecuencias jurídicas adversas, al ser exigible la relación de apuesta bajo el art. 1.801 CC¹⁷⁸.

V. LA PRETENDIDA FALTA DE RECIPROCIDAD DE LAS PERMUTAS FINANCIERAS Y SU APLICACIÓN A LOS SWAP DE ACCIONES O ÍNDICES

El análisis sobre la naturaleza recíproca de las obligaciones de pago asumidas en el contrato de permuta financiera referenciado a acciones o índices bursátiles requiere la previa puesta en antecedentes de las cuestiones que han motivado la intensa controversia judicial surgida acerca de la pretendida falta de reciprocidad funcional en los swap de tipos de interés. La controversia de los swaps se desarrolla en un contexto de crisis financiera internacional, a partir del año 2008. Hasta entonces el contrato de

¹⁷⁸ DÍAZ RUIZ, E., *Las opciones financieras*, op. cit., pp. 396, quien en una exposición desarrollada sobre el carácter aleatorio o conmutativo de los contratos de derivados financieros (en particular respecto de las opciones financieras aunque este autor ha venido sosteniendo el mismo criterio para las permutas financieras), entiende que, con las lógicas modulaciones, el contrato es esencialmente conmutativo “*ya que en el peor de los casos (aleatoriedad), sería de aplicación lo dispuesto en el art. 1.801 CC y no lo dispuesto en el art. 1.799 CC*”, destacando que a diferencia de algunas jurisdicciones de nuestro entorno en que las obligaciones aleatorias pueden fácilmente convertirse en anulables, esto no ocurre en nuestro Ordenamiento que expresamente proclama la obligatoriedad de los contratos de apuesta. Respecto a la naturaleza jurídica de los contratos aleatorios, GITRAMA GONZALEZ destaca la obligatoriedad de los contratos de apuesta en los que se cumplan todos los requisitos exigibles de capacidad, validez y eficacia de los contratos, dado el carácter sinalagmático de la relación de apuesta “*dado el carácter generalmente sinalagmático*” de las relaciones de apuesta; v. GITRAMA GONZALEZ, M., “Comentario al artículo 1.273 del Código Civil”, en AA.VV., *Comentario del Código civil*, Ministerio de Justicia, Volumen I, Madrid, 1991, pp. 1753.

permuta financiera era reputado en la doctrina que había caracterizado el contrato de permuta financiera, en sus distintas modalidades, como un contrato en el que concurría un componente relevante de aleatoriedad, pero de carácter sinalagmático y cuyas obligaciones eran recíprocas¹⁷⁹. No se discutía la presencia en el nexo causal del swap de sinalagma genético y funcional; se conceptuaba al contrato como aleatorio pero de obligaciones recíprocas.

A) EL DEBATE SOBRE LA FALTA DE RECIPROCIDAD DEL SWAP DE TIPOS DE INTERÉS

Con el inicio de la crisis en 2008 afloraron los procedimientos concursales de las empresas, muchas de las cuales habían suscrito contratos de permuta financiera de cobertura del riesgo de tipo de interés de sus préstamos hipotecarios y financiaciones de crédito o préstamo. La consideración del swap en el concurso de acreedores como un contrato de prestaciones recíprocas pendientes de cumplimiento, en los casos en que el swap se mantenía vigente y no era vencido anticipadamente, conllevaba consecuencias muy negativas para la continuidad empresarial de las empresas contraparte del swap: implicaba el reconocimiento del crédito derivado de liquidaciones ordinarias, o resultante de la cancelación anticipada del acuerdo marco de documentación del swap, como un crédito contra la masa, prededucible y pagadero a su devengo a la entidad de

¹⁷⁹ Entre otros autores que manifestaron la existencia de reciprocidad en los contratos de permuta financiera antes de la controversia judicial sobre los swaps de tipo de interés, v. DÍAZ RUIZ, E., “El contrato de swap...”, *op. cit.*, pp. 746; VEGA VEGA, J.A., *El contrato de ...*, *op. cit.*, pp. 75; ALONSO SOTO, R., “La permuta financiera...”, *op. cit.*, pp. 439; COSTA RAN, L., “El contrato de permuta financiera (*swap agreement*), su configuración y estructura documental”, en *Revista Jurídica de Catalunya*, núm. 1, 1990, pp. 66-67.

crédito (art. 61.2, 84.2.6º, 154 LC), con preferencia absoluta sobre los acreedores concursales de la masa pasiva.

A dicha calificación se llegaba siguiendo la sistemática de la clasificación de créditos de la Ley Concursal, por la cual los créditos que nacen antes o con motivo de la declaración de concurso son créditos concursales con la calificación correspondiente (privilegiada, ordinaria, subordinada), y las prestaciones devengadas con posterioridad al concurso de contratos de obligaciones recíprocas pendientes de cumplimiento son créditos contra la masa. La existencia -o la falta- de reciprocidad en las obligaciones del contrato de permuta financiera de tipo de interés se convirtió en elemento determinante de la calificación concursal del crédito de la entidad de crédito contra la incumplidora concursada en las resoluciones judiciales.

En la perspectiva de situar en desbalance patrimonial definitivo a las contrapartes concursadas de los contratos de swap, con el impacto y efectos en su viabilidad, surgió de los Jueces de lo Mercantil una interpretación teleológica correctora secundada en numerosas resoluciones judiciales de distintos partidos judiciales respecto a la naturaleza jurídica del contrato de swap hasta entonces mantenida que, aunque analizamos en detalle en el capítulo concursal, esbozamos en esta sección en lo tocante a la caracterización de los swap sobre acciones o índices bursátiles como contrato de obligaciones recíprocas. Esta línea interpretativa, que se mantiene vigente y ha sido acogida por la doctrina del Tribunal Supremo, afirma la inexistencia de reciprocidad funcional del contrato de permuta financiera en su modalidad más extendida de los swap de tipos de interés, manteniendo una interpretación restrictiva de la categoría legal de los créditos contra masa de continuidad empresarial.

Para llegar a esta conclusión, la línea correctora mantiene que desde el punto de vista funcional las prestaciones debidas por cada contratante en el swap de tipos de interés no constituyen contraprestación una de la otra, que puede incluso no ser exigible nunca tratándose de un contrato enteramente aleatorio. El racional del planteamiento conduce a concluir que de las sucesivas liquidaciones del swap no surgen obligaciones recíprocas, sino la obligación unilateral de pago para una sola de las partes en cada uno de los hitos temporales de liquidación diferencial. Existe alternatividad en la obligación de pago -según esta tesis-, pero no reciprocidad funcional. De la lógica de esta interpretación se infiere la necesaria concursabilidad del crédito, como crédito concursal ordinario o contingente, ya que el contrato no sería encuadrable en el régimen de los contratos de prestaciones recíprocas pendientes del cumplimiento del art. 84.2.6º LC, por remisión del art. 61.2 LC. El resultado de esta interpretación sujeta los créditos por el importe del saldo neto o por liquidaciones intermedias del swap devengadas tras el concurso a la solución conveniada o de liquidación que se dé en el concurso, frustrando en gran medida la pretensión de las entidades de crédito de cobro de las cantidades adeudadas a su devengo.

Frente a la tesis que mantiene la inexistencia de reciprocidad funcional en los swap, se han pronunciado sectores de los Jueces de lo Mercantil en resoluciones judiciales de signo contrario, lo que ha terminado por acentuar la incertidumbre jurídica sobre la calificación concursal de los swaps. La inseguridad jurídica se ha agudizado en este caso por la problemática de la distribución masiva minorista de los swap. Aunque la tesis correctora que niega la existencia de reciprocidad en los swaps es minoritaria, lo cierto es que esta interpretación judicial representa la postura jurisprudencial que

actualmente defiende el Tribunal Supremo, con efectos propios de valor de jurisprudencia (art. 1.6 CC). El Alto Tribunal ha sostenido la inexistencia de reciprocidad funcional del contrato de swap de tipos de interés en sus STS de 8 de enero de 2013, 9 de enero de 2013 y 2 de septiembre de 2014¹⁸⁰. Sin discutir la existencia de dos obligaciones de pago inicialmente sinalagmáticas (sinalagma genético)¹⁸¹, el Tribunal Supremo defiende que las prestaciones debidas por cada contratante no constituyen contraprestación de la debida por la otra (sinalagma funcional), que puede incluso no ser exigible nunca debido al carácter aleatorio del contrato de swap de tipos de interés¹⁸².

¹⁸⁰ V. STS (Sala de lo Civil), de 8 de enero de 2013 (RJ 2013/1631); STS (Sala de lo Civil), de 9 de enero de 2013 (RJ 2013/1633), STS (Sala de lo Civil), de 2 de septiembre de 2014 (RJ 2014/5116). V. una valoración crítica de las citadas STS de 8 y 9 de enero de 2013 en BLASCO MUÑOZ, A., “Derivados y concurso de acreedores. Reformas (y sentido común) introducidas por la Ley 7/2011 de 11 de abril y el Real Decreto-Ley 24/2012 de 31 de agosto de reestructuraciones y resolución de entidades de crédito”, *Estudios Jurídicos sobre...*, op. cit., pp. 804-805.

¹⁸¹ La diferente conceptualización del sinalagma genético y funcional del swap, se explica en la STS (Sala de lo Civil), de 8 de enero de 2013 (RJ 2013/1631), que repasa la doctrina jurisprudencial que ha diferenciado entre “[...] el *"sinalagma genético"*, referido al momento en el que se perfecciona la relación obligatoria en el que la prestación de cada una de las partes constituye para la otra la causa de la propia, de tal forma que funcionan como contravalor o contraprestación y el *"sinalagma funcional"* en el que ambas prestaciones deben cumplirse simultáneamente, sin perjuicio de las excepciones que imponen los usos del tráfico o el pacto”.

¹⁸² Siguiendo el planteamiento expuesto por parte del Tribunal Supremo en la citada STS de 2 de septiembre de 2014 (RJ 2014/5116), la aleatoriedad del contrato influye no solo en la determinación de la cuantía de las partes, sino, como manifiesta el Alto Tribunal, también en la identificación de la parte deudora en cada liquidación: “[...] *Esa dependencia de la evolución real de los mismos somete al contrato a un alea que alcanza no sólo a la cuantía de las sumas a entregar tras las liquidaciones periódicas, sino también a la identificación de la parte que, en cada liquidación, resultará deudora. No hay duda de que de dicho contrato nacen obligaciones para las dos partes, pero con ello no basta, como se expuso, para considerarlas recíprocas, en el sentido expuesto, dado que - pese a su usual denominación de permuta - las prestaciones debidas por cada contratante no constituyen contraprestación de la debida por la otra, que puede incluso no ser exigible nunca.*”

B) LA RECIPROCIDAD DE LAS PERMUTAS FINANCIERAS REFERENCIADAS A ACCIONES O ÍNDICES BURSÁTILES

Los argumentos anteriores entendemos que son específicas del swap de tipos de interés y no extrapolables a los swaps sobre acciones o índices bursátiles, tanto en la operativa ordinaria del contrato, como en caso de concurso de acreedores. Respecto de las permutas financieras sobre acciones individuales, porque se trata de un contrato que puede tener causa de cambio, no diferencial. En este tipo de operativa referenciada a acciones el cliente abona al intermediario financiero pagos de efectivo calculados por referencia a un tipo de interés sobre el nominal para el mantenimiento de la cobertura sobre las acciones (que puede haber adquirido en el mercado). Las liquidaciones de efectivo generalmente están desvinculados de las liquidaciones por contrapartida de las acciones, y pueden no ser coincidentes en fecha salvo al vencimiento único de la operación. En los casos en que el swap se liquida mediante la compraventa de los valores subyacentes (o puede liquidarse así, a opción del Pagador de Tipo Variable), la existencia de reciprocidad funcional ha sido reconocida por el legislador al regular la necesaria transparencia de los instrumentos financieros de swap y otros derivados sobre acciones que confieren el derecho a adquirir acciones admitidas a negociación con derecho a voto en el art. 53.3 LMV.

En lo que respecta a los contratos de swap referenciados a índices bursátiles, las liquidaciones a cargo de ambas partes pueden no ser diferenciales si no coinciden las respectivas fechas de pago, sin que por ello se entienda que el cumplimiento de las prestaciones de las partes no es recíprocamente exigible en las sucesivas liquidaciones. Para mantener la vigencia continuada de la contrapartida, la sociedad abona al

intermediario financiero liquidaciones de efectivo calculadas por referencia a un tipo de interés, que permiten a la sociedad gestora que contrata el swap beneficiarse de la revalorización bursátil del índice, o, en su caso, reducir sus costes financieros.

En cualquier caso, la controversia ha quedado simplificada atendiendo a algunos criterios jurisprudenciales de reciente aplicación. En primer lugar, el Tribunal Supremo ha aclarado en la citada STS de 2 de septiembre de 2014¹⁸³ que la calificación jurídica del swap es a los solos efectos concursales, centrada en determinar si la relación jurídica nacida del swap de tipos de interés sigue funcionando como sinalagmática después de declarado el concurso, no antes de este. No se cuestionaría el concepto de reciprocidad contractual cuando las partes del swap cumplen normalmente sus obligaciones de pago bajo el contrato en situaciones no concursales. El matiz es de relevancia en escenarios de incumplimiento no concursales, de cara a la posible oposición de la excepción de contrato no cumplido a aquella parte que incumple sus obligaciones bajo el swap y exige el cumplimiento a la contraparte de la recíproca (arts. 1.100, 1.124 CC), cuestión sobre la que se había pronunciado favorablemente la doctrina a favor de su aplicación¹⁸⁴.

¹⁸³ STS (Sala de lo Civil), de 2 de septiembre de 2014 (RJ 2014/5116).

¹⁸⁴ Sobre la aplicación de la *exceptio non adimplenti contractus* se había manifestado ALONSO SOTO anteriormente, considerando plenamente oponible la misma para paliar las consecuencias del incumplimiento unilateral del contrato de swap: “[...] Frente a la preocupación de la doctrina extranjera por establecer instrumentos contractuales que permitan paliar las consecuencias del incumplimiento unilateral del contrato, podemos afirmar que en Derecho español la cuestión aparece resuelta, pues al tratarse de un contrato bilateral del que surgen obligaciones recíprocas, resulta que ninguna de las partes podrá exigir a la otra el cumplimiento si ella misma previamente no ha cumplido, y si, pese a esto, lo exigiera, la otra parte podrá negarse al cumplimiento alegando en su favor el incumplimiento de la primera” (V. ALONSO SOTO, R., “La permuta financiera...”, *op. cit.*, pp. 444).

En segundo lugar, el propio debate sobre la concursabilidad o prededucibilidad de las liquidaciones del swap devengadas tras el concurso ha quedado sustancialmente acotado cuando la operación de permuta financiera se documenta en un acuerdo de compensación contractual, en cuyo caso conforme a la aplicación de la doctrina de la STS de 2 de septiembre de 2014, debe aplicarse la clasificación de créditos ordenada en el art. 16.2 del RDLACC sin que sea necesario plantear en el trámite concursal de reconocimiento de créditos la cuestión conceptual sobre la existencia de reciprocidad funcional del swap, porque el RDLACC ordena una clasificación de los créditos devengados en operaciones de swap concluidas bajo una estructura de acuerdo de compensación que no es posible desoír con arreglo al mandato legal expreso explicitado en el art. 16.2 RDLACC.

Esta última tesis es la defendida por la Secc. 28ª de la Audiencia Provincial de Madrid en sus sentencias de 22 de julio de 2014, 4 de mayo de 2015¹⁸⁵, y 18 de mayo de 2015¹⁸⁶, a las que aplica la doctrina jurisprudencial del Alto Tribunal excluyendo cualquier análisis sobre la conceptualización del swap como contrato de obligaciones recíprocas¹⁸⁷.

¹⁸⁵ SAP de Madrid, Secc. 28ª, 4 de mayo de 2015 (JUR 2015/160361).

¹⁸⁶ SAP de Madrid, Secc. 28ª, 18 de mayo de 2015 (JUR 2015/142524).

¹⁸⁷ Como afirma la SAP de Madrid, Secc. 28ª, de 4 de mayo de 2015, cuando la operación de permuta financiera se encuentra sometida a un acuerdo de compensación contractual comprendido dentro del ámbito del RDLACC rige el artículo 16.2 de dicha norma, con la calificación concursal situada en la *ratio decidendi* del RDLACC y sin tener que atender a la reciprocidad o unilateralidad del swap. Para la calificación jurídica del contrato en el concurso, la Audiencia Provincial entiende -en aplicación de la STS de 2 de septiembre de 2014 (RJ 2014/5116)- que “[...] existe un expreso mandato legal que consideramos que no puede ser soslayado [la Ley 7/2011], por lo que, una vez situado el problema en el ámbito del RDL 5/2005, no habrá lugar a tener que plantearse entonces el problema conceptual de la existencia o no de sinalagma en las obligaciones derivadas de un contrato de swap, pues en esos casos específicos el legislador ha optado, cuando se opera bajo el amparo de un CEMOF, por reconducir el tratamiento concursal a una determinada consecuencia a la que el juzgador debería atenerse. No podemos seguir interpretaciones que, merced a planteamientos conceptuales, tiendan a vaciar de efectos

VI. CONTRATOS AFINES

En el análisis de los caracteres del contrato, hemos calificado el contrato de permuta financiera sobre acciones o índices bursátiles como un contrato mercantil principal, autónomo, atípico y no reconducible a otras categorías contractuales típicas reconocidas en leyes generales o especiales. Sin embargo, la primacía de la realidad mercantil sobre el *nomen iuris* contractual en la calificación de las situaciones en que este se expone (art. 3.1 CC), y, sobre todo, los precedentes en la negociación del contrato de swap en su utilización transaccional puede llevarnos a revisar la naturaleza jurídica del contrato en algunos supuestos. Nos referimos en particular al swap corporativo sobre acciones susceptibles de liquidación en especie en las que entre el cliente y las acciones se interpone un intermediario financiero con la finalidad de facilitar la adquisición diferida de participaciones significativas o de control del capital de las sociedades cotizadas.

Examinamos a continuación las similitudes y diferencias del contrato de permuta financiera sobre acciones o índices con otros contratos con tipificación que contienen prestaciones similares, como ejercicio que nos permitirá confirmar la autonomía de los swaps sobre acciones o índices a través de un diagnóstico diferencial.

la reforma efectuada por Ley 7/2011 o a no aplicar su contenido. Si el legislador ha considerado oportuno marcar cuál es el régimen legal aplicable a la clasificación de determinadas operaciones poco más puede hacerse que atenerse al mismo cuando un interesado lo está invocando ante un tribunal.”

A) PERMUTA FINANCIERA Y PERMUTA SIMPLE

La doctrina ha analizado con cierto detalle la posible asimilación del contrato de permuta financiera a las permutas mercantiles, en un intento de aproximación del swap a este tipo negocial, del que ha tomado el nombre. En el Derecho privado, la permuta es un contrato bilateral en virtud del cual las partes se obligan a dar una cosa, a cambio de recibir otra cosa de valor equivalente (arts. 346 CCom; 1.538 CC). Es un contrato cuya función económica es el puro cambio, al igual que la compraventa, pero entre otros extremos se diferencia de esta última en las prestaciones objeto de cambio: en el contrato de permuta el cambio es de cosa por cosa, a título de trueque, y en el caso de la compraventa se cambia cosa por precio utilizando el dinero con efectos solutorios (art. 1.445 CC).

La disimilitud del objeto y la causa han llevado a la práctica unanimidad de los autores y la jurisprudencia a descartar que el swap, en cualquiera de sus modalidades, pueda ser reconducido a la tipicidad de las permutas simples de cambio de cosas. En cuanto al objeto, se ha apuntado que lo que cualifica a la permuta es el cambio de cosa distinta a numerario¹⁸⁸. Las permutas financieras sobre acciones o índices son contratos de cambio diferencial de dinero o valores

¹⁸⁸ VEGA VEGA, J.A., “*El contrato de permuta ...*”, *op. cit.*, pp. 30. Entre otros autores contrarios a la equiparación de la permuta financiera a las permutas simples, v. SANZ CABALLERO, J.I., “*Derivados Financieros*”, *op. cit.*, pp. 480 y sigs.; VEGA VEGA, J.A., “*El contrato de permuta ...*”, *op. cit.*, pp. 58 y sigs.; ALEMANY EGUIDAZU, J., “*Las personas interpuestas en los mercados de valores*”, en *RDBB* 110, 2005, pp.103.

negociables, en este último únicamente caso si el contrato admite la liquidación mediante entrega de las acciones subyacentes¹⁸⁹.

En lo que se refiere a la causa, la función económica de uno y otro contrato es completamente diferente. La causa de las permutas simples es la propia transmisión de una cosa a cambio de otra cosa de similar valor, a título de trueque de bienes intrínsecamente valiosos para las partes que contratan la permuta¹⁹⁰. Por el contrario, la causa del contrato de permuta financiera sobre acciones o índices es la gestión del riesgo de mercado de la renta variable.

En apoyatura de esta interpretación se ha pronunciado el Tribunal Supremo en la controversia de las permutas financieras de tipo de interés. En la STS de 2 de septiembre de 2014¹⁹¹ el Tribunal Supremo considera distintos a ambos contratos, al entender que falta en los contratos de permuta financiera la interdependencia funcional de prestaciones propia de los contratos de cambio. Pese a la usual denominación del swap como “permuta”, el Tribunal Supremo sostiene (respecto de los swaps de tipo de interés) que las prestaciones adeudadas por cada contratante no constituyen contraprestación causal una de la otra como exige el art. 1.538 CC para las permutas por remisión del art 346 CCom, pues debido al carácter aleatorio del swap estas pueden incluso no ser exigibles nunca a alguna de las partes.

¹⁸⁹ GARCÍA CANTERO analiza los problemas que plantea el dinero como objeto de la permuta, pues su presencia excluye, en principio, la calificación del contrato como de permuta, *a menos que funcione como mero complemento dinerario de otra cosa que interviene como prestación principal*; v. al respecto, GARCÍA CANTERO, G., “Comentario al ...”. *op. cit.*, pp. 1.047 y sigs. V. asimismo nota (42) en ALEMANY EGUIDAZU, J., “Las personas interpuestas en los mercados de valores”, en *RDBB* 110, 2005, pp.103.

¹⁹⁰ VEGA VEGA, J.A., “*El contrato de permuta ...*”, *op. cit.*, pp. 30.

¹⁹¹ STS (Sala Primera), de 2 de septiembre de 2014 (RJ 2014/5116).

La Propuesta de Código Mercantil aprobada el 30 de mayo de 2014 que ha abordado una notable revisión de los contratos mercantiles y financieros no recoge a los swaps dentro de la categoría de los contratos de permuta comercial, a los que dedica los arts. 514-1 y 514-2 de la Propuesta. Tampoco se contiene ninguna referencia al contrato de permuta financiera en el Título VII de la Propuesta de Código Mercantil relativo a los contratos financieros.

B) PERMUTA FINANCIERA Y COMPRAVENTA

Al inicio del Capítulo mencionábamos la existencia de numerosos precedentes de swaps corporativos sobre acciones individuales, en los que el contrato se ha utilizado con finalidad de cobertura para financiar la adquisición a plazo de participaciones significativas de sociedades cotizadas, a un precio de ejercicio prefijado en la confirmación. Nos referimos a los supuestos en que el contrato se utiliza para la cobertura del riesgo de subida de precio, susceptible de liquidación en especie; supuestos reconocidos en el art. 53.3 LMV y en el art. 28 del RDT.

En este tipo de operativas, sobre la finalidad de cobertura de la oscilación del precio de las acciones prevalece la intención del titular del instrumento financiero de adquirir, a su conveniencia y en el momento temporal más oportuno, las acciones subyacentes al intermediario financiero interpuesto. Para facilitar la adquisición de las acciones, el contrato suele incluir pactos que permiten solicitar la extensión de la fecha de vencimiento del swap, a discreción del cliente.

Sin perder su singularidad, en el swap corporativo de acciones se diluye la función de instrumento de cobertura propia de los derivados, y cobra dimensión la estructura de intercambio funcional de los contratos de cambio, susceptible de cumplimiento con la “*entrega de los valores subyacentes*” (53.3 LMV), aproximando el contrato al régimen de las operaciones bursátiles a plazo “forward” previstas en el art. 79 del Decreto 1506/1967, aunque este diferimiento no podría predicarse respecto de la obligación de pago al intermediario financiero del efectivo calculado por referencia a un tipo de interés¹⁹². Se trataría de un contrato de swap con componente opcional, preparatorio de otro ulterior, la compraventa, cuya ejecución final sin embargo no queda comprometida en la contratación inicial y corresponde a la decisión del titular-optante en el instrumento financiero. La estructura contractual del swap corporativo presenta entonces elementos mixtos y yuxtapuestos de las permutas financieras, del contrato de opción de compra y de la comisión mercantil, ésta última incorporada en el pacto de interposición bursátil en el aparcamiento temporal de las acciones, hasta tanto se decida su liquidación diferencial o su compraventa.

A esta caracterización del contrato como operación a plazo se llega asimismo analizando el tratamiento contable del swap sobre acciones. En los supuestos en que el contrato se liquida en especie, el ICAC viene calificando el contrato de permuta financiera sobre acciones como un contrato de adquisición de acciones con pago aplazado. Es muy relevante en este sentido la doctrina expuesta en la Resolución del ICAC de 1 de marzo de 2014¹⁹³, que analizando el reconocimiento contable de un swap corporativo de acciones pone el acento en la necesidad de realizar un previo análisis de

¹⁹² SÁNCHEZ CALERO, F., *Ofertas públicas de...*, op. cit., pp. 156.

¹⁹³ V. Resolución del ICAC de 1 de marzo de 2014 (BOICAC número 97/2014).

conjunto del intercambio de flujos “*con el objetivo de concluir si el fondo económico del contrato sigue siendo un derivado “genuino” o auténtico derivado, o por el contrario el derivado financiero se configura como un medio para retener los riesgos de unas acciones previamente enajenadas*”, lo que, conforme a la resolución indicada, “*traería consigo el reconocimiento de una adquisición de acciones con pago aplazado*”.

C) PERMUTA FINANCIERA Y CONTRATO DE SEGURO

Con el mismo propósito de equiparación negocial, se ha pretendido establecer una asimilación de la naturaleza jurídica de las permutas financieras con el tipo del contrato de seguro regulado en la Ley 50/1980, de 8 de octubre, del Contrato de Seguro. El contrato de seguro es un contrato mercantil, típico, definido como un contrato por el que una persona (asegurador) se obliga, a cambio de una prestación pecuniaria (prima), a indemnizar a otra (asegurado), dentro de los límites convenidos, los daños sufridos por la realización de un evento incierto (art. 1 Ley 50/1980)¹⁹⁴. Es por tanto un contrato consensual, oneroso, de tracto sucesivo y eminentemente aleatorio, porque el alea en forma de azar determina que el asegurador venga o no obligado a realizar la prestación prometida¹⁹⁵.

Pues bien, en línea con las posiciones sostenidas por la doctrina, compartimos que el objeto, la causa y la organización de la actividad en torno al contrato de seguro son esencialmente diferentes al objeto y la causa de los contratos de permuta

¹⁹⁴ SÁNCHEZ CALERO, F., *Principios de...*, op. cit., pp. 270-280.

¹⁹⁵ SÁNCHEZ CALERO, F., *Principios de...*, op. cit., pp. 282-283.

financiera. El seguro es un contrato de indemnización cuyo objeto tradicionalmente se identifica con el “interés asegurable”, entendido como el requisito que debe concurrir en quien desee la cobertura de algún riesgo, reflejado en el deseo de que el siniestro no se produzca, que de producirse originaría un perjuicio patrimonial. La existencia del riesgo es la motivación que lleva a contratar el seguro. Cuando el daño se produce en el interés asegurado, se produce una necesidad pecuniaria que es satisfecha con la indemnización del seguro. Esta concepción del interés asegurable como objeto del seguro encuentra amplia base en la Ley 50/1980¹⁹⁶.

Por el contrario, el contrato de permuta financiera es un contrato que posibilita el cambio financiero de extremos de pago. Las prestaciones de dar son o efectivo o valores negociables, como prestaciones contractuales finales, que en ningún momento son satisfechas con finalidad indemnizatoria. En cuanto a la causa, los swaps referenciados a acciones o índices son contratos cuya función económica es la gestión del riesgo de fluctuación de la renta variable, sobre bases esencialmente conmutativas. La causa del seguro es la cobertura de un interés asegurable sujeto a riesgos, cuya producción o no es totalmente aleatoria. La nota de aleatoriedad del seguro no se da con la misma intensidad en el swap bursátil, que puede ser indeterminado en la cuantía de las prestaciones pero no en la exigibilidad de las obligaciones de pago.

¹⁹⁶ Como expone SÁNCHEZ CALERO resumiendo una línea interpretativa en torno al seguro elaborada por la doctrina, el objeto del seguro está constituido por el interés que tiene el asegurado en el bien expuesto al riesgo. Se asegura el interés y no el bien en sí. V. SÁNCHEZ CALERO, F., *Principios de...*, *op. cit.*, pp. 294.

Desde el punto de vista de la actividad, la actividad de cobertura de riesgos mediante contratos de derivados de renta variable, propia de intermediarios financieros que prestan servicios de inversión (art. 63 LMV), es esencialmente diferente de la actividad aseguradora¹⁹⁷ de riesgos propia de entidades aseguradoras sujetas a la supervisión prudencial sobre bases técnicas actuariales. En definitiva, el aseguramiento de este tipo de riesgos de mercado no se conduce a través de los cauces del contrato de seguro¹⁹⁸. La actividad aseguradora no se extiende a este tipo de operaciones de coberturas de riesgos de renta variable prestada por intermediarios financieros y tanto en el mercado asegurador como en la Ley 50/1980 no existe una modalidad específica de seguro del riesgo de subida del precio de cotización de activos financieros cotizados como las acciones, por ser una actividad propia de las empresas de servicios de inversión.

En definitiva, la caracterización jurídica del swap como un seguro no es posible. El Tribunal Supremo en la STS de 7 de julio de 2014¹⁹⁹ ha llamado la atención sobre la confusión entre ambos negocios, ya que “[...] *presentar un swap como un seguro contra el riesgo de la subida de los tipos de interés induce por sí mismo al error de quien recibe tal asesoramiento, porque en el contrato de seguro, ciertamente aleatorio, la pérdida para el tomador del seguro consistiría en seguir pagando la prima aunque los tipos de interés no subieran, mientras que en el swap la pérdida consiste en el pago*

¹⁹⁷ Como apunta CUENCA para los derivados de crédito (aunque el razonamiento sea de total aplicación a la renta variable), cobertura y aseguramiento son técnicas financieras distintas, sujetas a requisitos distintos, v. a este respecto CUENCA MIRANDA, J.M., “Los derivados de crédito: el contrato de *credit default swap*”, en *RDBB* núm. 78, 2000, pp. 20 y sigs.

¹⁹⁸ La conclusión contraria nos llevaría a sostener que solo las entidades aseguradoras, al amparo del principio de reserva legal de actividad del artículo 6.1 de la Ley 30/1995 podrían actuar como vendedores de dicha protección a través de instrumentos financieros. Al respecto, v. CUENCA MIRANDA, J.M., “Los derivados de crédito...”, *op. cit.*, pp. 20 y sigs.

¹⁹⁹ STS (Sala de lo Civil), de 7 de julio de 2014 (RJ 2014/3541).

de muy considerables cantidades de dinero si los tipos de interés bajan, lo que lo aleja de la estructura del contrato de seguro para aproximarlo a otro contrato también aleatorio pero muy diferente como es el de apuesta”.

D) PERMUTA FINANCIERA Y CONTRATOS DE FINANCIACIÓN

El contrato de permuta financiera sobre acciones o índices bursátiles es un contrato mercantil cuya estructura obligacional es completamente diferente del contrato de préstamo mercantil (art. 312 CCom) o del contrato de crédito, carente de regulación sustantiva en nuestro Ordenamiento. Pese a esta más que aparente disimilitud, algunas resoluciones de los Jueces de lo Mercantil sobre los swaps de tipo de interés y algunas resoluciones del Tribunal Económico-Administrativo Central (TEAC) han trazado ciertas semejanzas entre ambos contratos. Se plantea, en definitiva, si bajo la apariencia de permuta financiera estamos ante un negocio disimulado de financiación con un intermediario financiero interpuesto, resultando de aplicación en este último caso la normativa del préstamo mercantil.

El contrato de préstamo y el contrato de apertura de crédito son contratos mercantiles de financiación que se caracterizan por la entrega de fondos, en el caso del préstamo mercantil, o la puesta a disposición de los mismos con facultad de disposición, en el caso de la apertura de crédito²⁰⁰. La concesión efectiva o teórica de financiación es la causa del contrato. El swap sobre acciones o índices es un

²⁰⁰ La regulación novedosa del préstamo mercantil en el art. 573-1. del Anteproyecto de Ley de Propuesta de Código Mercantil actualiza los caracteres del préstamo mercantil como categoría y la integra dentro de los contratos financieros, regulados en el Título VII, “*en los que una o ambas partes conceden o facilitan a la otra directa o indirectamente financiación monetaria en la forma, plazo o términos que estipulen, a cambio de un precio*” (Artículo 571-1).

contrato consensual, no real, en el que el que contrata la operación no recibe cantidad alguna a título de préstamo o crédito, ni se produce una transferencia de capital del intermediario financiero al cliente. Las liquidaciones del swap referenciadas al componente de tipo de interés se calculan sobre la base de un capital teórico pactado a efectos de cálculo, lo que no significa que las prestaciones abonadas al intermediario puedan ser asimiladas a intereses. Se trata de una operación no vinculada a otra operación de pasivo, lo cual no quiere decir que la confirmación de permuta financiera sobre acciones o índices no pueda incluir algunas cláusulas típicas y habituales de los contratos de financiación (v.gr., diferencial referenciado a la calificación crediticia de agencias, cláusulas de sindicación del swap, etc.).

En cuanto a la causa contractual, la disparidad es indiscutible. La finalidad del swap bursátil es la cobertura del riesgo de mercado de la renta variable, muy diferente a la finalidad de financiación de los contratos de crédito o préstamo. Esta causa no es simulada o fingida, sino real y típica. Prueba de ello es que la licitud de la causa contractual de los swap ha sido analizada en numerosos procedimientos judiciales sin que se haya cuestionado. La temática de la causa real de las permutas financieras sobre acciones se planteó en el caso de los contratos de permuta financiera sobre acciones celebrados entre Banco Santander y Bank of America para la cobertura financiera del plan de opciones sobre acciones a favor de los directivos y empleados de Banco Santander. La Audiencia Nacional llegó a la conclusión a efectos de la aplicación de los requisitos para la aplicación de la deducción por doble imposición de dividendos percibidos por Bank of America, que el swap era un negocio simulado que ocultaba una “*causa real y subyacente*” de un contrato de préstamo mercantil

disimulado, “*encubierto en la existencia de una contrato simulado*” de permuta financiera.

El banco norteamericano impugnó la sentencia dictada por la Sala de lo Contencioso-Administrativo de la Audiencia Nacional. En la STS de 19 de diciembre de 2011²⁰¹, el Tribunal Supremo entendió incorrecta la calificación jurídica de los contratos de permuta financiera formalizados entre Banco Santander y Bank of America que había sido realizada por la Audiencia Nacional, ya que el “*resultado de los contratos suscritos no era ofrecer financiación*”²⁰².

²⁰¹ STS (Sala de lo Contencioso), de 19 de diciembre de 2011 (RJ 2012/2872).

²⁰² La lectura de los Fundamentos Jurídicos Tercero y Cuarto de la SAN (Sala de lo Contencioso) núm. 64/2007, de 8 de octubre de 2008 (JUR 2009/388296), ilustra de manera esclarecedora el debate sobre la causa de cobertura o financiación del contrato de “equity swap”. En la instancia, la Audiencia Nacional entendió que el “equity swap” era un negocio simulado, cuyo negocio disimulado era un préstamo mercantil de financiación, lo que posteriormente revocó el Tribunal Supremo, que sin embargo no quiso entrar en el detalle de la naturaleza jurídica del contrato. El Fundamento Jurídico Tercero de la afirma que “[...] *la cuestión discutida se reduce a determinar cuál pueda ser la naturaleza jurídica de los contratos celebrados en fecha 20 de marzo de 1998, pues mientras que la actora los califica de contratos de permuta financiera, la Inspección los considera como un contrato de préstamo mercantil. Conforme a lo dispuesto en el artículo 28.2 de la L.G.T. de 1963, el tributo se exigirá con arreglo a la naturaleza jurídica del presupuesto de hecho definido por la Ley, cualquiera que sea la forma o denominación que los interesados le hayan dado y prescindiendo de los defectos que pudieran afectar a su validez. Por tanto, la cuestión se reduce, en principio a determinar cuál sea la naturaleza jurídica de dichos contratos, y conforme a lo dispuesto en el artículo 50 del Código de Comercio, los contratos mercantiles, en todo lo relativo a sus requisitos, modificaciones, excepciones, interpretación y extinción, y a la capacidad de los contratantes, se regirán en todo lo que no se halle expresamente establecido en este Código o en leyes especiales, por las reglas generales del Derecho Común.*” Entrando ya en la valoración jurídica, la SAN de 8 de octubre de 2008 estima que “[...] *Conforme a lo dispuesto en el artículo 312 del Código de Comercio, en el préstamo mercantil el prestatario deberá devolver una cantidad igual a la recibida con arreglo al valor legal que tuviere la moneda al tiempo de la devolución, salvo si se hubiera pactado la especie de moneda en había de hacerse el pago. En el presente caso, Bank of América, entrega 25.080 millones de pesetas por la compra de un paquete de acciones, y se compromete a devolver igual cantidad en una fecha determinada o por determinar. No ejerce los derechos políticos ni económicos adquiridos con las acciones, y percibe una cantidad en concepto de intereses del principal representado por la cantidad entregada. A la vista de lo manifestado, se llega la conclusión que la causa de los contratos de permuta financiera, que se dice celebrados, responde más bien a la existencia de una causa simulada que oculta la real y subyacente de una contrato de préstamo mercantil, encubierta en la existencia de una contrato simulado de compra de acciones realmente no querido y que sirve de cobertura al contrato de préstamo realmente querido.*”

Más recientemente y de forma más contundente se ha pronunciado la SAP de Madrid, Secc. 28ª, de 18 de mayo de 2015²⁰³, negando la asimilación de los swap (en este caso era de tipos de interés) al préstamo mercantil. La sentencia reafirma la doctrina mantenida por la Audiencia Provincial de Madrid en otras resoluciones en las que había delimitado la diferente causa contractual de los swap y los negocios de financiación.

E) PERMUTA FINANCIERA Y APUESTA

Desde la doctrina se ha planteado, con apoyo en algún pronunciamiento reciente del Tribunal Supremo (como la citada STS de 7 de julio de 2014), si en atención al componente aleatorio de las permutas financieras, la calificación del negocio debería ser la de apuesta del artículo 1.801 CC²⁰⁴. Esta aproximación tiene presente el carácter condicional o “a futuro” de las prestaciones del swap, inicialmente indeterminadas, determinables “*según elementos de futuro ciertos, pero de contenido incierto*”²⁰⁵.

La apuesta de carácter lícito es un contrato de plena eficacia contractual en el Código Civil, que produce obligación válida y exigible para reclamar lo ganado, y venir obligado a abonar lo perdido. En la medida en que sea compatible con su aleatoriedad, la doctrina lo considera un contrato de naturaleza generalmente sinalagmática al que son aplicables las reglas de los contratos de prestaciones recíprocas de los arts. 1.100 y

²⁰³ SAP de Madrid, Secc. 28ª, de 18 de mayo de 2015 (JUR 2015/142524).

²⁰⁴ En particular, la STS (Sala de lo Civil), de 7 de julio de 2014 (RJ 2014/3541) en el caso de una permuta financiera de intereses ha planteado la caracterización de contrato como negocio aleatorio asimilado a la apuesta.

²⁰⁵ SAP de Madrid, Secc. 10ª, de 7 de noviembre de 2014 (JUR 2015/19248).

1.124 CC (excepción de incumplimiento, resolución contractual, etc.)²⁰⁶. La pretendida asimilación de las permutas financieras a la apuesta comporta una consideración aleatoria del contrato, sin presencia de elementos conmutativos, que en el caso de los swaps sobre acciones o índices bursátiles no compartimos. Aunque las obligaciones de pago estén indeterminada en la cuantía, el alea del swap no alcanza a la determinación de la parte que abona liquidaciones de efectivo calculadas mediante la aplicación de un tipo de interés sobre el importe nominal del swap, que viene obligada a su pago con independencia de las liquidaciones positivas o negativas del contrato por revalorización o depreciación bursátil.

Este tipo de swaps sobre acciones o índices bursátiles se apoya en elementos conmutativos, en forma de simulaciones históricas y descuentos sobre el comportamiento esperado de la cotización de la acción o el índice bursátil. Entendemos, por tanto, que las prestaciones de las partes no son enteramente aleatorias como para negar la autonomía del contrato y asimilarlo a la apuesta²⁰⁷.

VII. LAS PERMUTAS FINANCIERAS SOBRE ACCIONES O ÍNDICES BURSÁTILES COMO OBJETO DE LA PRESTACIÓN DE SERVICIOS DE INVERSIÓN

²⁰⁶ GITRAMA GONZALEZ, M., “Comentario al artículo 1.801..., op. cit. pp. 1752 a 1755.

²⁰⁷ En igual sentido, DÍAZ RUIZ, E., *El contrato de swap*, op. cit., pp. 761.

El origen de los swaps se encuentra en las operaciones de gestión del riesgo de paridad de las divisas, en un contexto temporal de gran diversidad de mercados²⁰⁸. El swap operaba como un contrato de intercambio financiero de pagos denominados en distinta divisa entre dos partes mutuamente favorecidas con la contratación. La idea de mutua ventaja comparativa para las partes que presidió el nacimiento de los swap ha desaparecido en el contexto actual, prevaleciendo la concepción de prestación de un servicio de inversión en la contratación sobre instrumentos financieros extrabursátiles (OTC). Por ello, en la contratación de swaps sobre acciones o índices bursátiles apenas tiene relevancia la formulación financiera tradicional de los swaps como instrumentos financieros para el aprovechamiento recíproco de dos contrapartes con necesidades distintas y complementarias.

La contratación de instrumentos de permuta financiera relacionados con valores o índices bursátiles reconocida en el ámbito objetivo del art. 2.2 LMV tiene lugar en el marco de la prestación de servicios de inversión, por parte de entidades de crédito o empresas de servicios de inversión. Es una contratación exclusivamente profesional, entre contrapartes elegibles o clientes clasificados según los criterios del art. 78 bis LMV como profesionales, a los que se les presume experiencia y conocimientos de la operativa de permuta financiera. A diferencia de las operaciones de swap de tipos de interés ofrecidas en la red minorista, en la operativa los swaps sobre acciones o índices el cliente profesional es quien toma la iniciativa en la contratación, solicitando cotización a uno o a varios intermediarios financieros. El intermediario financiero puede optar por prestar el servicio para la cuenta propia, dando

²⁰⁸ MUÑOZ PÉREZ, A.F., *Los derivados financieros...*, op. cit., pp. 109; 113; VEGA VEGA, J.A., *El contrato de ...*, op. cit., pp. 75; SANZ CABALLERO, J.I., *Derivados Financieros*, op. cit., pp. 493.

directamente la contrapartida al cliente, o acudir al mercado como ordenante intermediando el cierre de la operación entre el tercero y el cliente. Al tratarse de un servicio de inversión sofisticado, lo habitual es que el intermediario financiero tenga la capacidad operativa y de riesgos para prestar el servicio por cuenta propia sin acudir al mercado.

No ofrece duda en este caso que el contrato de permuta financiera referenciado a acciones o índices es un servicio de inversión relativo a instrumentos financieros, y no un servicio bancario, contratación del mercado de valores, y que, conforme a los Criterios de delimitación de competencias de 20 de abril de 2010 entre la CNMV y el Banco de España, la CNMV asume la competencia de supervisión de la contratación.

En este caso, el servicio de inversión que presta el intermediario financiero en la contratación del swap quedaría comprendido entre las actividades de negociación por cuenta propia de instrumentos financieros prevista en el art. 63.1 c) LMV, si bien en este caso y a diferencia de los swaps de tipo de interés, el derivado no es ofrecido al cliente, sino que obedece a la ejecución de una orden previa del cliente, que es quién toma la iniciativa.

La contrapartida extrabursátil de derivados es un servicio de inversión que, si bien es subsumible entre las actividades relativas a la negociación por cuenta propia, tendría sentido que, por la importancia y el volumen de las operaciones OTC liquidadas bilateralmente sin intervención de miembros del mercado, constituyera una categoría específica del listado de servicios de inversión que recogen las Directivas MiFID y MiFID II. La negociación por cuenta propia es una actividad de inversión reconocida en

las Directivas MiFID y MiFID II que da lugar a la conclusión de operaciones sobre instrumentos financieros con capital propio del intermediario financiero. Se trata de una contratación de instrumentos financieros que combina la contrapartida por cuenta propia del intermediario, precedida de la recepción de una orden de contratación del swap del cliente profesional solicitante. El intermediario financiero opera por cuenta propia en base a un ofrecimiento de contratación convenido en sus términos financieros con el cliente, que no se puede identificar con la actividad de creación de mercado. La Directiva MiFID II incluye el servicio en el ámbito de aplicación de la Directiva y se refiere a este servicio de inversión como de negociación por cuenta propia en ejecución de órdenes de clientes²⁰⁹.

En los casos en que el intermediario financiero presta la contrapartida del swap por cuenta propia algunos sectores de la doctrina han planteado la existencia de un conflicto de interés si el intermediario cierra la operación de swap con el cliente y simultáneamente concierta una cobertura correlacionada del swap en una operación de signo contrario con otro intermediario financiero, obteniendo un margen diferencial no comunicado al cliente. Se trataría -según esta línea interpretativa- de una actuación de la entidad financiera próxima a la autoentrada del comisionista (art. 267 CCom), que en la negociación por cuenta propia tiene prohibido actuar en interés propio en conflicto con el del cliente, contraria al principio de mejor ejecución de las órdenes del cliente

²⁰⁹ Esta es la expresión utilizada en el Considerando (23) de MiFID II: “[...] *Deben quedar asimismo cubiertas por el ámbito de aplicación de la presente Directiva y no beneficiarse de ninguna exención las personas que negocien por cuenta propia cuando ejecutan órdenes de clientes o que apliquen técnicas de negociación algorítmica de alta frecuencia.*”

establecido con carácter general para la ejecución de órdenes en el art. 79 sexies LMV²¹⁰.

El planteamiento expuesto tiene la cobertura legal de las normas de conducta de la LMV y el RD ESIS aplicables en la distribución de swaps por cuenta propia ofrecidos a través de la red minorista, que tanta conflictividad judicial ha generado. Sin embargo, no puede ser tenido en cuenta en aquellos casos en que la contratación de la operación tiene lugar entre clientes profesionales y contrapartes financieras elegibles que conocen

²¹⁰ Esta es la postura que ha defendido ZUNZUNEGUI, F., *La prestación bancaria de servicios de inversión*, Bosch, Hospitalet de Llobregat, 2015, pp. 75-77, para quien el banco que ofrece y contrata el swap es un comisionista, en una negociación por cuenta propia. Es una línea interpretativa de aplicación a la contratación minorista, aunque la argumentación construida quizás olvida mencionar los casos relevantes en que el contrato se celebra entre clientes clasificados como profesionales o elegibles, estando excluido en este caso el cumplimiento de las políticas de mejor ejecución (art. 78 ter LMV) para los clientes que tienen experiencia y conocimientos. Para el autor “[...] *la experiencia reciente demuestra que la banca se ha comportado más como vendedor que como mandatario. Desde esta perspectiva invocan en sede contenciosa el caveat emptor, olvidando su función de comisionista. El banco es un intermediario que presta un servicio de acceso al mercado actuando por cuenta y en interés del cliente. Tiene prohibido actuar en interés propio, en conflicto con el del cliente, bajo sanción por violación del art. 79 de la LMV, según lo dispuesto en el art. 99 z) bis de la citada Ley. Se trata de una autoentrada del comisionista en la que el banco intermediario actúa de vendedor en la ejecución del encargo. En contra de lo dispuesto en el art. 267 del Código de comercio vende de su cartera lo que el cliente manda comprar. En lugar de ir al mercado a buscar el mejor producto, en las mejores condiciones, de los disponibles en el mercado se limita, generando un conflicto de interés, a colocar un producto propio, creado por el propio banco. Esta autoentrada queda condicionada a la mejor ejecución de la operación de conformidad con su política de ejecución de órdenes y a la comunicación al cliente del conflicto que supone la autoentrada del comisionista. Según dispone el art. 79 sexies de la LMV, los prestadores de servicios de inversión están obligados a “adoptar las medidas razonables para obtener el mejor resultado posible para las operaciones de sus clientes teniendo en cuenta el precio, los costes, la rapidez y probabilidad en la ejecución y liquidación, el volumen, la naturaleza de la operación y cualquier otro elemento relevante para la ejecución de la orden”. Esta obligación rige para la negociación por cuenta propia de swaps. El banco prestador del servicio sólo puede dar contrapartida con un producto propio cuando dicha ejecución suponga la mejor ejecución de la operación. De tal modo que si en el mercado puede encontrarse una mejor contrapartida debe ser esta la elegida. Por esta razón, la negociación por cuenta propia de swaps con simultánea contratación de operaciones espejo por parte del banco que da la contrapartida, con un margen no comunicado al cliente puede generar la responsabilidad del banco prestador del servicio. En estos casos, lo correcto, conforme a la obligación de mejor ejecución sería cerrar la operación directamente entre el cliente y el tercero que ofrece la operación espejo, cobrando el banco prestador del servicio la comisión de intermediación publicada en el folleto de tarifas. De este modo se evitaría “multiplicar las transacciones de forma innecesaria y sin beneficio para el cliente”.*

el funcionamiento de un instrumento financiero tan sofisticado como el swap referenciado a acciones o índices. No hay asimetría informativa porque el servicio en estos casos se inicia a petición del cliente, que contacta a varios intermediarios financieros para seleccionar el mejor servicio. Aunque el cliente profesional no queda desprotegido, ya que siguen rigiendo las obligaciones de diligencia y transparencia, la operativa por cuenta propia entre contrapartes financieras elegibles puede prescindir del cumplimiento de las obligaciones de información, registro y ejecución de órdenes previstas en los arts. 79 bis, 79 ter y 70 sexies de la LMV. El ámbito de aplicación de las políticas de mejor ejecución no se extiende a la contratación entre contrapartes elegibles (art. 78 ter.2 LMV), por las posibilidades al alcance de las contrapartes elegibles para seleccionar la contrapartida entre múltiples intermediarios financieros elegibles. No hay posibilidad que se suscite un conflicto de interés por el precio y los costes en este caso.

En lo que respecta a los contratos de swap con clientes corporativos con clasificación de cliente profesional, nos parece que el planteamiento es análogo. La competencia de ofertas en el mercado OTC por realizar la operación es tan sumamente estrecha, a veces incluso a pérdida para captar al cliente, que es imposible apreciar cualquier indicio de conflicto de interés en la prestación de la contrapartida por cuenta propia. El cliente conoce y presta su consentimiento a la oferta en competencia comercial entre varios intermediarios financieros. Acepta incluso que el precio de liquidación final de las acciones o del índice se determine por referencia al coste de cancelación del negocio de cobertura del intermediario, lo que veda cualquier consideración sobre la existencia de conflictos de interés por operaciones concluidas en el marco del swap relacionadas con terceros.

CAPÍTULO V

ELEMENTOS PERSONALES: LAS PARTES DEL CONTRATO

SUMARIO: I. LA DOBLE CARACTERIZACIÓN DE LAS PARTES. A) LA MODIFICACIÓN DEL ESTATUTO JURÍDICO DE LOS SERVICIOS DE INVERSIÓN. B) LA DOBLE CARACTERIZACIÓN DE LAS PARTES EN EL “EQUITY SWAP”. C) PARTES INTERVINIENTES. 1. Contrapartes del swap sobre índices bursátiles. 2. Contrapartes del swap sobre acciones. 3. Los Criterios de la CNMV sobre la posiciones vendedora y compradora en los “equity swaps”. II. EL INTERMEDIARIO FINANCIERO INVERSOR (CNMV)/RIESGO DE MERCADO Y DE LIQUIDEZ/RESULTADO POSITIVO. A) LA ACTUACIÓN DE CONTRAPARTIDA EN EL “EQUITY SWAP”. B) LA POSICIÓN JURÍDICA DEL INTERMEDIARIO FINANCIERO. 1. Entidad de contrapartida en el swap sobre índices bursátiles. 2. Persona interpuesta en el swap sobre acciones. 3. La transparencia de las situaciones de persona interpuesta. III. EL CLIENTE. A) LA CARACTERIZACIÓN DEL CLIENTE. B) POSICIÓN JURÍDICA ASUMIDA EN EL “EQUITY SWAP”. IV. OTRAS PARTES DEL CONTRATO. A) EL GARANTE B) AGENTE DE CÁLCULO.

I. LA DOBLE CARACTERIZACIÓN DE LAS PARTES

El análisis de los elementos personales del contrato de permuta financiera ha evolucionado sustancialmente desde los planteamientos iniciales. El planteamiento inicial del contrato conceptuaba al intermediario financiero que prestaba la contrapartida del swap como un agente mediador o un representante financiero entre dos empresas con necesidades simétricas pero opuestas que querían intercambiar la exposición de riesgo a un activo subyacente. Prevalecía la idea de intermediación entre empresas en

igualdad de posición, frente a la operativa de prestación de un servicio de inversión en la contratación de instrumentos financieros derivados. Esta estructura de elementos personales era heredera de las técnicas de intercambio del swap de divisas en las que se sitúa el origen de las permutas financieras. A la parte interesada en la contratación de la permuta financiera se le consideraba como un usuario final²¹¹.

A) LA MODIFICACIÓN DEL ESTATUTO JURÍDICO DE LOS SERVICIOS DE INVERSIÓN

El proceso de evolución de la estructura de partes intervinientes se sitúa a partir de la Directiva 93/22/CEE del Consejo, de 10 de mayo de 1993, relativa a los servicios de inversión en el ámbito de los valores negociables. La Directiva 93/22/CE reguló el estatuto de las empresas autorizadas a prestar servicios de inversión sobre instrumentos financieros, con el fin de garantizar la protección de los inversores. El listado de instrumentos financieros relacionados en la Sección B del Anexo de la Directiva 93/22/CEE incluyó la prestación de servicios de inversión sobre “*contratos de intercambios ligados a acciones o a un índice sobre acciones (“equity swaps”)*” entre las actividades reservadas a las entidades que prestan servicios de inversión.

Si la Directiva 93/22/CEE había incidido en la armonización del marco comunitario de las empresas de servicios de inversión, la trasposición de la Directiva 2004/65/UE o MiFID, relativa a los mercados de instrumentos financieros en virtud de la Ley 47/2007, supuso la definitiva transformación del concepto establecido hasta entonces sobre la parte interviniente como “cliente” contratante de instrumentos

²¹¹ VEGA VEGA, J.A., “*El contrato de ...*”, *op. cit.*, pp. 105.

financieros derivados, con la inclusión en la LMV (reformada mediante la Ley 47/2007) de normas de conducta de protección de los inversores de obligado cumplimiento en la contratación de instrumentos financieros simples o complejos. Como receptor de la prestación de un servicio de inversión, el cliente, cualquiera que sea su clasificación profesional, puede exigir que el servicio se preste en condiciones óptimas de diligencia, transparencia e información²¹². Esto incluye también a las contrapartes financieras o “elegibles”, a las que se les presume conocimientos y experiencia, pero que no quedan desprotegidas, ya que cuando solicitan la contratación de instrumentos financieros debe considerarse que actúan en calidad de cliente²¹³.

Bajo esta filosofía que impregna la normativa MiFID (y cuya línea será reforzada en la transposición pendiente de la Directiva MiFID II²¹⁴ o en la implementación de estándares técnicos del Reglamento MIFIR²¹⁵), todo cliente, incluso los clientes que son una contraparte elegible o profesional (en la terminología MiFID) o una contraparte financiera (en la terminología EMIR) goza de ciertos derechos ante las entidades que

²¹² Esta filosofía se aprecia de manera muy clara en distintos considerandos del preámbulo de la Directiva MiFID. Así, en la declaración del Considerado (30) de la Directiva se establece que *“debe considerarse que todo servicio se presta a iniciativa de un cliente, salvo que el cliente lo solicite en respuesta a una comunicación personalizada”* ya que conforme manifiesta el Considerando (31), uno de los objetivos primordiales de la Directiva MiFID *“es la protección de los inversores. Las medidas a tal efecto deben ajustarse a las particularidades de cada categoría de inversores (particulares, profesionales y contrapartes)”*. Resulta por tanto imprescindible *“imponer a las empresas de inversión una obligación efectiva de «ejecución óptima» para garantizar que ejecuten las órdenes en las condiciones más favorables para los clientes. Esta obligación debe aplicarse a toda empresa que tenga obligaciones contractuales o de intermediación con el cliente”* (Considerando (33).

²¹³ Considerando (40) de la Directiva MiFID *“A los efectos de la presente Directiva, se debe considerar que las contrapartes elegibles actúan en calidad de clientes”*.

²¹⁴ Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo de 15 de mayo de 2014 relativa a los mercados de instrumentos financieros y por la que se modifican la Directiva 2002/92/CE y la Directiva 2011/61/UE (DOUE 12.06.2014).

²¹⁵ Reglamento (UE) núm. 600/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativo a los mercados de instrumentos financieros y por el que se modifica el Reglamento (UE) núm. 648/2012 (DOUE 12.06.2014).

prestan servicios de inversión antes, durante y después de la contratación de instrumentos financieros derivados.

El estado de este proceso de transformación del estatuto de las partes intervinientes en la contratación de servicios de inversión sobre instrumentos financieros derivados podemos situarlo actualmente en el desarrollo de una jurisprudencia interpretativa de las normas de conducta aplicables a la prestación de servicios de inversión, de carácter tuitivo de los clientes clasificados como minoristas. Como consecuencia de la conflictividad judicial derivada de la contratación de permutas financieras de tipo de interés, se ha asentado una jurisprudencia sobre el efectivo cumplimiento de los deberes legales de diligencia, transparencia e información en la prestación de servicios de inversión sobre instrumentos financieros derivados, cuya aplicación se modula dependiendo de si la contraparte es un cliente minorista o una parte profesional.

B) LA DOBLE CARACTERIZACIÓN DE LAS PARTES EN EL “EQUITY SWAP”

La perfección del contrato de permuta financiera sobre acciones o índices involucra un doble negocio jurídico: el propio contrato de derivados y el negocio de venta del instrumento financiero al cliente al que se presta el servicio de inversión. Se puede afirmar que las partes actúan en la doble condición de partes intervinientes en el contrato de swap, y, partes vendedora y compradora del instrumento derivado de swap, respectivamente.

Esta doble caracterización del negocio de permuta financiera como contrato mercantil bilateral y como instrumento financiero derivado reconocido en el art 2.2. LMV supone la efectiva aplicación de las normas de conducta de la LMV en la contratación del swap, que, entre otros requisitos, imponen el cumplimiento de deberes de diligencia, transparencia e información al intermediario que presta el servicio.

Este ámbito financiero y profesional de la contratación de permutas financieras sobre activos de renta variable se puede considerar que tiene lugar entre partes autorizadas conforme a la Directiva 2002/47/CE sobre acuerdos de garantía financiera. El matiz es relevante en la medida en que la condición profesional de las partes intervinientes determina la aplicación de la normativa de acuerdos de compensación contractual y garantías financieras a los contratos de permuta financiera, que se acogen especialmente al régimen de acuerdos de compensación contractual financieros del RDLACC para beneficiarse del tipo de garantías financieras y obtener un tratamiento concursal favorable en caso de concurso de una de las contrapartes.

C) PARTES INTERVINIENTES

Los swaps sobre acciones o índices involucran necesariamente a dos partes: un intermediario financiero y un cliente. El ámbito de esta contratación tiene un marcado carácter profesional, ya que el instrumento financiero no se distribuye u oferta a través de la red minorista. La parte interviniente como proveedor de la cobertura financiera en el contrato es un intermediario financiero con estatuto jurídico de entidad de crédito o

de empresa de servicios de inversión. La parte interviniente como cliente puede ser otra entidad financiera o un cliente clasificado como profesional.

1. Contrapartes del swap sobre índices bursátiles

Si traducimos este esquema de partes a las modalidades del contrato de permuta financiera, nos encontramos que en el swap referenciado a uno o varios índices bursátiles las dos partes son entidades financieras o contrapartes elegibles en el sentido del art. 78.ter de la LMV, esto es, empresas de servicios de inversión, entidades de crédito, entidades aseguradoras, instituciones de inversión colectiva y sus sociedades gestoras, fondos de pensiones y sus sociedades gestoras, otras entidades financieras autorizadas o reguladas por la legislación comunitaria o por el derecho nacional de un Estado miembro, gobiernos nacionales, Bancos Centrales y organismos supranacionales, entidades de terceros países equivalentes y las Comunidades Autónomas.

2. Contrapartes del swap sobre acciones

En lo que respecta a las permutas financieras sobre acciones, la contrapartida del derivado es un intermediario financiero que presta servicios de inversión (una entidad de crédito o una ESI). La parte que como cliente solicita la contratación del swap sobre las acciones es un cliente profesional (una sociedad mercantil, uno accionista de referencia de una sociedad cotizada, un inversor cualificado, un fondo de inversión libre, etc.), que cumple los requisitos de activos, cifra de negocios y fondos propios fijados en el art. 78 bis.3 de la LMV para ser considerado como cliente profesional.

3. *Los Criterios de la CNMV sobre la posiciones vendedora y compradora en los “equity swaps”*

La delimitación de los elementos personales del contrato de permuta financiera sobre acciones o índices bursátiles tiene relevancia en la conceptualización del contrato. Pero además, afecta a las entidades que prestan servicios de inversión que en virtud del art. 59 bis LMV están obligadas a comunicar a la CNMV las operaciones de derivados OTC que contraten que tengan como subyacente instrumentos que estén admitidos a negociación en mercados regulados (como las acciones) o cuyo subyacente sean índices de difusión suficiente o cestas. Entre otros datos de información, es imprescindible la comunicación de la identidad del cliente, la posición adoptada por el cliente como comprador o vendedor del instrumento financiero y todos los datos relativos a la identidad del cliente establecidos en campos de información predeterminados.

Para facilitar la comunicación de la información necesaria sobre las partes del contrato de swap y otros derivados sujetos a la obligación de reporte, la CNMV publicó el 29 de noviembre de 2013²¹⁶ unos Criterios de obligada observación para la comunicación de las operaciones sobre instrumentos financieros. De acuerdo con estos Criterios, en las operaciones de “equity swap” se considerará comprador del instrumento de permuta financiera a *“aquella contraparte del instrumento financiero*

²¹⁶ En este sentido, ver los Criterios de la CNMV para la comunicación de operaciones sobre instrumentos financieros OTC de julio de 2008 y 29 de noviembre de 2013 que reproducimos: “[...] Para las operaciones sobre contratos derivados, se considerará: Comprador: aquella contraparte del instrumento financiero que se beneficiaría de subidas de precio del subyacente o la referencia. Vendedor: la contraparte que se beneficiaría ante bajadas de precio del subyacente o la referencia.”

que se beneficiaría de subidas de precio del subyacente o la referencia”; se considerará vendedor del instrumento de permuta financiera a la contraparte *“que se beneficiaría ante bajadas de precio del subyacente o la referencia”*. En definitiva, conforme a las directrices de identificación de las partes aprobadas por la CNMV, es comprador del swap la parte que se beneficia de la subida de la cotización; es vendedor la parte que se beneficia en caso de bajada de la cotización del subyacente.

Siguiendo los indicadores de compra o venta utilizados por la CNMV para la identificación de las partes, el intermediario financiero que actúa como entidad de contrapartida asume la posición de vendedor del swap en la cobertura de las posiciones largas o de expectativa alcista, en calidad de pagador de la revalorización bursátil generada en el período de referencia como consecuencia de la apreciación del precio/nivel de cotización de las acciones o de los índices bursátiles. En la cobertura o inversión especulativa con posiciones cortas o de mercado bajista, el intermediario financiero asume la posición de comprador del swap, en calidad de Pagador de Tipo Variable, asumiendo el pago de liquidaciones de efectivo calculadas mediante la aplicación del tipo de interés de la operación. Se sigue en este punto las convenciones de la asociación ISDA, seguidas también por el Contrato Marco CMOF de AEB-CECA para denominar a las dos partes del contrato de swap, que en los modelos de confirmación predispuestos se refieren a la parte que abona pagos por revalorización bursátil como la parte pagadora de revalorización (“equity amount payer”), y a la parte que abona pagos de efectivo calculados mediante la aplicación de un tipo de interés, como la parte pagadora de intereses (“floating amount payer”).

Pagador de Revalorización Bursátil y Pagador de Tipo Variable son las contrapartes del swap sobre acciones o índices bursátiles.

II. EL INTERMEDIARIO FINANCIERO

El contrato de swap sobre acciones o índices es un contrato celebrado entre partes clasificadas como profesionales, en el que una de ellas es una entidad financiera, al que nos venimos refiriendo en el negocio como el intermediario financiero²¹⁷. Su posición en el contrato es la de una entidad de contrapartida, asumiendo frente al cliente el riesgo de mercado de subida o de bajada del precio de cotización del activo subyacente (las acciones o el índice bursátil) sobre el precio inicial fijado en la confirmación, en las diferentes situaciones de volatilidad de la renta variable. En función de la cobertura de swap contratada por el cliente, puede adoptar la posición contractual de Pagador de Revalorización Bursátil (asumiendo el riesgo de subida de la cotización del subyacente), o de Pagador de Tipo Variable (asumiendo el riesgo de descenso de cotización del subyacente).

La operativa del contrato se basa en la negociación por cuenta propia de contrapartida frente al cliente, aunque es posible que la parte que contrate el swap en calidad de cliente sea, a su vez, otro banco o empresa de servicios de inversión que actúe por cuenta del cliente final ordenante, en cuyo caso la entidad intermediaria debe manifestarlo de manera clara al intermediario financiero, para que este conozca

²¹⁷ La denominación de “intermediario financiero” es también la utilizada habitualmente en las resoluciones judiciales para referirse a la entidad financiera de contrapartida, como en las SAP de Madrid de 7 de noviembre de 2012 (JUR 2013/8179) y 5 de diciembre de 2012 (2013/16752) que se refieren con este término a la entidad financiera que presta la cobertura de permuta financiera sobre acciones o índices en la negociación por cuenta propia del swap.

su actuación como intermediario para la cuenta de terceros y no como parte principal del contrato de swap (art. 79 quinquies LMV).

Para la cobertura interna de su riesgo en las posiciones alcistas, en los contratos de swap sobre acciones habitualmente adquiere durante el período de construcción de la cobertura un número de acciones equivalente al importe nominal del contrato. Cubre así su exposición al riesgo de pérdidas si el precio final de mercado de las acciones fuera superior al precio de referencia inicial, y viniera obligado a abonar la liquidación diferencial positiva al cliente. Si conoce de antemano que el swap de acciones se liquidará en especie con entrega de los valores subyacentes, puede también cubrir el riesgo de su posición con la compra de una operación a plazo “forward” sobre las acciones de mismo vencimiento, o con otro swap de signo contrario²¹⁸.

En la contratación de swaps referenciados a índices bursátiles la cobertura de la posición es habitualmente mediante opciones OTC de signo contrario.

A) LA ACTUACIÓN DE CONTRAPARTIDA EN EL “EQUITY SWAP”

Las características del servicio de inversión prestado requieren que el intermediario tenga la capacidad de acceder al mercado de Bolsas para adquirir las acciones de su posición de cobertura, y llegado el vencimiento, poder vender las mismas rápidamente en el mercado una vez cancelado el contrato para recuperar la inversión efectuada en la cobertura. Por ello, el intermediario financiero de contrapartida es

²¹⁸ SANZ CABALLERO, J.I., *Derivados Financieros*, op. cit., pp. 279.

habitualmente un miembro de la Bolsa de cotización del subyacente (u otra entidad perteneciente a un Grupo financiero miembro del mercado), o una entidad financiera que puede operar en libre prestación de servicios (art 71 bis.1 LMV). Tratándose de una operación para la cuenta propia, la operativa con swaps referenciados a acciones o índices queda limitada a los bancos o a las sociedades de valores (arts. 64.2 y 65.1 LMV), excluyendo a las agencias de valores. La selección de uno u otro tipo de intermediario financiero responderá a criterios de oportunidad y solvencia, en atención a la profesionalidad que merezca la contrapartida por la experiencia en la gestión de este tipo de coberturas.

Ambos tipos sociales están habilitados por su estatuto jurídico, si su programa de actividades así lo recoge, para la negociación por cuenta propia de contratos de permuta financiera en ejecución de las órdenes de contratación recibidas de sus clientes. Solo las entidades financieras del tipo de los bancos o las grandes sociedades de valores cuentan con sistemas automatizados de evaluación y control diario del riesgo de la operativa OTC en tiempo real, como exige el Regl. EMIR y la normativa de control de riesgos de las entidades financieras que prestan servicios de inversión sobre derivados extrabursátiles. A estas limitaciones, se añade la dificultad habitual que entraña el cierre de las posiciones de cobertura del contrato (al vencimiento ordinario o anticipado) sin afectar al precio de liquidación del subyacente en perjuicio del cliente, lo que restringe todavía más el acceso de los intermediarios financieros a las unidades especializadas de derivados corporativos de los bancos de inversión.

Para las sociedades de valores, el volumen del contrato puede suponer la gestión de una posición abierta sobre las acciones subyacentes o el índice bursátil que entraña

un “gran riesgo”, conforme a la definición de este término en la Circular 12/2008, de 30 de diciembre, de la CNMV, sobre solvencia de las empresas de servicios de inversión, si el riesgo de contraparte es contraído frente a un mismo cliente y el valor del swap es superior al 10 por 100 de sus fondos propios. Tanto para los bancos como para las sociedades de valores, el RD 216/2008, de 15 de febrero, de recursos propios de las entidades financieras, limita la concentración de riesgos frente a un mismo cliente (y las sociedades de su grupo), por swaps bursátiles o cualesquiera otros riesgos por instrumentos financieros derivados, a un 25 por 100 de los recursos propios, por lo que el riesgo involucrado bajo el contrato nunca podrá exceder de dicho umbral²¹⁹. Todas las medidas de control mencionadas son preceptivas para la gestión del riesgo de crédito de posiciones en derivados referenciados a acciones o índices, encomendada a las unidades de control de riesgos, independiente de las unidades operativas de contratación, que reporta a la alta dirección.

Es importante advertir, dado que se han dado casos de trascendencia pública, que el incumplimiento de las normas técnicas sobre el control de riesgos de derivados sobre acciones puede suponer una infracción muy grave del art. 99 e) bis de la LMV por deficiencias en la organización administrativa y contable y en los procedimientos de gestión de los riesgos, si ponen en peligro la solvencia y viabilidad de la entidad²²⁰.

²¹⁹ Sobre los límites de concentración de riesgos y requerimientos de recursos propios de las entidades que prestan servicios de inversión, v. MÍNGUEZ HERNÁNDEZ, F., BERGLI FERNANDEZ, P., “Desarrollo del régimen de recursos propios de las entidades financieras y su aplicación a las empresas de servicios de inversión por el Real Decreto 216/2008, de 15 de febrero”, en *RMV*, núm. 3, 2008, pp. 347.

²²⁰ Este fue el caso de la sociedad de valores Gaesco Bolsa, S.V., a quien el Ministerio de Economía impuso una sanción por infracción muy grave del art. 99 e) bis de la LMV por las deficiencias organizativas en la gestión de los riesgos de la operativa OTC en múltiples contratos de “equity swap” y CFDs sobre acciones de la sociedad cotizada Inmobiliaria Colonial, que llegaron a alcanzar un importe cercano al 10% del capital social de Gaesco Bolsa. La sociedad de valores tuvo que presentar concurso de

B) LA POSICIÓN JURÍDICA DEL INTERMEDIARIO FINANCIERO

1. *Entidad de contrapartida en el swap sobre índices bursátiles*

La posición jurídica que el intermediario financiero asume es distinta en función del tipo de activo subyacente de la operación. En los contratos de permuta financiera sobre índices bursátiles, o que recaen sobre cestas de acciones, su posición es la de una mera contrapartida financiera OTC, de carácter elegible entre distintas entidades financieras habilitadas para asumir los compromisos de cobertura financiero. Es seleccionada por su calificación crediticia y solvencia, aunque pueden influir las condiciones beneficiosas de tipo de interés ofrecidas en el swap o las relaciones institucionales con el cliente por otras posiciones de derivados.

acreedores a consecuencia del vencimiento anticipado de los “equity swap”, de los que era contraparte frente a Banco Santander, que se haya actualmente en situación de pendencia judicial. En la SAN de 14 de junio de 2012 (JUR 2012/213713), la Audiencia Nacional confirmó la sanción del Ministerio de Economía a Gaesco Bolsa por las deficiencias en la gestión de los “equity swaps”, y consideró que “[...] *la unidad de control de Gaesco no venía realizando tareas específicas de control de la operativa en derivados OTC; específicamente no se llevaba a cabo de manera sistemática la valoración de estos productos ni el cálculo de los riesgos asociados ni el cálculo de las garantías a aportar por los clientes*”. La SAN de 14 de junio de 2012 (JUR 2012/213713) reproduce la interesante motivación (por lo que atañe a la dificultad de la gestión de los equity swaps) de la Orden del Ministro de Economía y Hacienda de 2 de noviembre de 2010 que impuso la sanción a Gaesco Bolsa: “[...] *Tanto las indicaciones de la UC acerca de la necesidad de implantar un sistema automatizado de evaluación y control de riesgos de la operativa OTC en tiempo real como las manifestaciones recogidas en las actas del Consejo de Administración, acreditan la ausencia de controles adecuados a este tipo de operativa, así como el hecho de que la Sociedad desconocía el elevado riesgo al que alguno de sus clientes estaba expuesto- y por consiguiente ella misma- hasta que dicho riesgo ya se había materializado a través de la generación de pérdidas en cartera o reflejadas como saldos deudores en su cuenta corriente.....En definitiva, Gaesco no ha contado con capacidad para realizar con carácter periódico la medición y seguimiento de todos sus riesgos, ni de valorar sus posiciones a precio de mercado ni de conciliarlas con la información facilitada por las contrapartes; tampoco tenía establecido un sistema de medición y control de riesgos en base a la calidad crediticia de la contraparte, las tasas de recuperación esperadas y la exposición actualizada y potencial al riesgo, ni procedimientos adecuados para el control y seguimiento de límites de financiación y de saldos deudores de clientes*”.

Conforme al art. 48.1 (g) del RIIC anteriormente citado debe tratarse de una entidad financiera sujeta a supervisión prudencial radicada en el Espacio Económico Europeo dedicada de forma habitual y profesional a la realización de operaciones de este tipo²²¹.

2. *Persona interpuesta en el swap sobre acciones*

Mayor implicación a nivel jurídico comporta la actuación del intermediario financiero en los contratos de swap sobre acciones. La posición jurídica que asume en las permutas financieras sobre valores negociables es la de una persona interpuesta. En la legislación del mercado de valores se considera persona interpuesta a aquella que, en nombre propio, adquiere, transmite o posee un paquete de acciones por cuenta de un cliente, que es quien asume todos los riesgos inherentes a las acciones, afectadas por el pacto contractual de interposición bursátil a las decisiones de liquidación ordenadas por el cliente. En la normativa de transparencia se presume la condición de persona interpuesta a la persona a quién el obligado a comunicar la participación significativa *“deje total o parcialmente a cubierto de los riesgos inherentes a las adquisiciones o transmisiones o a la posesión de los valores”* (art. 28.1 RDT).

²²¹ La admisión de los instrumentos financieros derivados sobre acciones como activos aptos para la inversión de las IIC, está condicionada, según el art. 48.1 (g) del RIIC, a que *“las contrapartes sean entidades financieras domiciliadas en Estados Miembros de la Unión Europea o de la OCDE sujetas a supervisión prudencial u organismos supranacionales de los que España sea miembro, dedicadas de forma habitual y profesional a la realización de operaciones de este tipo y que se adecuen a lo establecido por la Comisión Nacional del Mercado de Valores”*.

El concepto de persona interpuesta de la legislación de transparencia bursátil tiene procedencia societaria en la figura de la representación indirecta recogida en la Directiva 77/91/CEE del Consejo, de 13 de diciembre de 1976 (Segunda Directiva de Sociedades), tendente a coordinar, para hacerlas equivalentes, las garantías exigidas en los Estados miembros a las sociedades, entre otros extremos, en los aspectos relativos a las adquisiciones originarias o derivativas de acciones propias para garantizar la integridad de la cifra del capital social. La trasposición de la Directiva 77/91/CEE en el texto refundido de la LSA mejoró la calidad técnica de la norma comunitaria incorporando en el art. 88 LSA, en la sección relativa a los negocios sobre las propias acciones, el concepto de persona interpuesta. El precepto reconocía la licitud de los negocios sobre las propias acciones celebrados por persona interpuesta, cuando su realización no estuviera prohibida a la sociedad anónima. La elaboración doctrinal que analizó el concepto societario de persona interpuesta configuró la relación jurídica como un negocio válido y voluntario de actuación representativa indirecta para la adquisición de acciones, encuadrable en el tipo de la comisión mercantil del art. 244 CCom²²².

La construcción doctrinal del concepto incidió en los términos de redacción del art. 88 LSA (que literalmente se refería a la actuación “*por cuenta de*”) para subsumir dentro de este tipo de negocios de interposición tanto a los acuerdos expresos de representación indirecta manifestados externamente, como a otros sobreentendidos, internos u ocultos²²³ tendentes a eludir las normas relativas a la integridad del capital²²⁴.

²²² FLORES DOÑA, M^a. S., “Autocartera por persona interpuesta”, en AA.VV, *Estudios en homenaje a Fernando Sánchez Calero*, Madrid 2002, Mc Graw Hill, Vol. I, pp. 899.

²²³ A los negocios de interposición ocultos y no manifestados externamente se refiere precisamente la Directiva 2013/50/UE, que modifica la Directiva 2004/109/CE de transparencia haciendo obligatorio el deber de comunicación de la participación significativa a los contratos liquidados por diferencias que rebasen el 3% de los derechos de voto, cuando menciona que estos “*instrumentos podrían utilizarse para*

Posteriormente, en el plano bursátil, el RD 377/1991, de 15 de marzo, sobre Comunicación de Participaciones significativas en Sociedades Cotizadas consagró la presunción de titularidad del representado y la obligación de comunicación a la CNMV a cargo de quien hubiera adquirido o transmitido acciones a través de una persona interpuesta²²⁵.

El desarrollo posterior de la legislación de transparencia de participaciones significativas en el RDT y la Circular 2/2007 de la CNMV para la publicidad de los instrumentos financieros referenciados a acciones ha venido a consagrar la caracterización jurídica anterior de la persona interpuesta, como concepto de base societaria, incardinado en la comisión mercantil de interposición bursátil. La citada normativa, resultado de la transposición de la Directiva 2004/109/CE, ha completado la configuración jurídica de las personas interpuestas incidiendo en la publicidad de las situaciones de tenencia indirecta de participaciones significativas y en el pacto de asunción de riesgos (ya manifestado en el RD 377/1991), elemento integrante del acuerdo de interposición entre representante y representado en la relación de swap. Como elemento esencial del acuerdo de interposición bursátil, el intermediario financiero debe quedar a cubierto e indemne de los riesgos inherentes a la

adquirir en secreto acciones en las sociedades, lo que podría dar lugar a un abuso de mercado y a transmitir una imagen falsa y engañosa de la titularidad económica de empresas cuyos valores se admiten a negociación en un mercado regulado”.

²²⁴ FLORES DOÑA, M^a. S., "Autocartera por...", op. cit., pp. 899; en la misma línea, pero respecto al concepto ahora incluido en el art. 156 LSC; v. ÁVILA DE LA TORRE, A., "Artículo 156. Persona Interpuesta", en AA.VV., *Comentario de la Ley de Sociedades de Capital* (coords. ROJO FERNANDEZ, A., BELTRÁN, E., APARICIO, M.L.), Bosch, 2011, pp. 409.

²²⁵ El art. 3 del RD 377/1991, de 15 de marzo, sobre Comunicación de Participaciones significativas en Sociedades Cotizadas consideraba personas interpuestas a "[...] *aquellas que, en nombre propio, adquieran, transmitan o posean los valores por cuenta del obligado a comunicar*. 2. *Se presume tal condición en aquellas a quienes el obligado a comunicar deje total o parcialmente a cubierto de los riesgos inherentes a las adquisiciones o transmisiones o a la posesión de los valores*".

adquisición, posesión o transmisión de las acciones por parte del cliente contratante. Así lo han recogido en mayor detalle el RDT y el RD OPAs.

La jurisprudencia administrativa que se ha pronunciado sobre la utilización de personas interpuestas en la adquisición de participaciones significativas mediante swaps u otros derivados sobre acciones ha confirmado la relevancia jurídica del pacto de cobertura de riesgos entre representante y representado. Así, la STS de 24 de enero de 2008²²⁶, en el análisis del recurso de casación contra la sanción administrativa impuesta por la CNMV por la comisión de una infracción muy grave por el incumplimiento del deber de comunicación de una participación significativa en la sociedad cotizada Vidrieras Leonesa resaltó el elemento “*decisivo*” de “*ausencia de riesgo en la adquisiciones*” del swap sobre acciones como criterio para considerar la actuación de la sociedad de valores intermediaria como una persona interpuesta en la compra de acciones, a cuya virtud se “*elimina completamente el riesgo inherente a cualquier compra de acciones*”.

La citada STS de 24 de enero de 2008 recogió criterios de supervisión e inspección anteriormente aplicados por la CNMV en la imputación de la titularidad de participaciones significativas al sujeto obligado a comunicar. Al tenor de la citada sentencia, puede presumirse que “*cuando alguien encarga a un tercero la compra de acciones*” en el mercado de valores, asumiendo totalmente el riesgo de la operación, actúa como persona interpuesta. Esta caracterización del intermediario financiero como persona interpuesta en el swap de acciones aparece también en la STS de 19 de

²²⁶ STS (Sala de lo Contencioso), de 24 de enero de 2008 (RJ 2008/918)

diciembre de 2011²²⁷ en el caso de los contratos de swap de Bank of America para la cobertura del plan de opciones sobre acciones a favor de directivos y empleados de Banco Santander.

3. *La transparencia de las situaciones de persona interpuesta*

La práctica del mercado ha venido a refrendar los criterios de imputación de las participaciones significativas ostentadas a través de los intermediarios interpuestos, como no podía ser de otra forma. Desde la reforma del registro de participaciones significativas en virtud del RDT y la Circular 2/2007, es obligatoria la notificación a la CNMV y al emisor de las posiciones en “equity swaps” conforme al modelo oficial del Anexo 2 de la Circular 2/2007 (si el sujeto obligado no tiene la condición de consejero del emisor), o conforme al Anexo 4 de dicha Circular si el sujeto obligado tiene la condición de consejero del emisor. Una lectura de las notificaciones remitidas a los registros oficiales y públicos de la CNMV permite apreciar que en el recuadro correspondiente a la “Información Adicional) del modelo (apartado 8. del modelo), las notificaciones remitidas consignan de forma expresa la actuación e identidad del intermediario financiero del swap sobre acciones como persona interpuesta en la relación con el sujeto obligado a comunicar²²⁸.

²²⁷ STS (Sala de lo Contencioso), de 19 de diciembre de 2011 (RJ 2012/2872).

²²⁸ A título de ejemplo entre los numerosos precedentes existentes en el mercado que mencionan la actuación del intermediario financiero como persona interpuesta en la contratación de “equity swaps” y derivados sobre acciones, podemos citar los casos recientes de la notificación de derechos de voto sobre el 4,7% de la sociedad cotizada Abertis realizada por la también cotizada OHL, esta última sociedad declaró ostentar la participación accionarial en Abertis “a través de persona interpuesta mediante equity swaps con dos entidades financieras”.

Como excepción a la presunción de interposición que recoge el art 28.1 del RDT, en las operaciones relativas a acciones propias se viene considerando que el intermediario financiero no actúa como persona interpuesta de la sociedad emisora, si las operaciones de compra o venta de acciones propias tienen como finalidad específica la cobertura del riesgo de mercado de un plan de opciones sobre acciones concedido por el emisor a los consejeros o empleados. Este es el supuesto recogido en el art. 40 del RDT cuando la cobertura del valor de las acciones incluidas en el marco del plan se basa en permutas financieras sobre las acciones exclusivamente liquidables por diferencias. La finalidad de la excepción es evitar la vulneración del límite máximo del 10% de autocartera permitido en el art. 509 LSC a las sociedades anónimas cotizadas en la instrumentación de sistemas retributivos referenciados al valor de las acciones cuya cobertura se procure mediante swaps de liquidación diferencial.

III. EL CLIENTE

La parte que solicita la contratación de la cobertura de swap, o contraparte, es el cliente. El cliente se identifica con el sujeto de la relación jurídica de permuta financiera interesado en la cobertura de las oscilaciones del valor de las acciones o del índice bursátil, a cuyo efecto contrata el swap para neutralizar el riesgo de subida o baja sobre un precio de referencia inicialmente fijado. En la relación comercial, interviene a su propia instancia, solicitando la contratación de la operación de permuta financiera al intermediario financiero (art. 79 bis.8.c LMV). Según el tipo de cobertura interesada, puede adoptar la posición contractual de Pagador de Tipo Variable (en la cobertura del riesgo alcista) o de Pagador de Revalorización Bursátil

(en la cobertura del riesgo bajista), en función del riesgo alcista o bajista cuya cobertura interesase en el swap.

A) LA CARACTERIZACIÓN DEL CLIENTE

Los swaps referenciados a acciones o índices no se comercializan u ofrecen por el intermediario en la red minorista. La adquisición de este tipo de instrumentos financieros se considera inadecuada para los clientes minoristas (art. 79 bis LMV)²²⁹. El cliente tipo que contrata una operación de las características de este swap es una contraparte financiera (o contraparte elegible en la terminología MiFID), o un inversor profesional corporativo o institucional. La realidad de estos contratos se enmarca en la contratación entre contrapartes elegibles en los swap vinculados a la gestión de fondos de inversión referenciados a índices bursátiles, o con sociedades mercantiles o inversores institucionales en el contexto de los swaps corporativos que recaen sobre acciones individuales.

A este cliente profesional, se le presumen conocimientos y experiencia (art. 78 bis.2 LMV) para comprender los riesgos de las operaciones de permuta

²²⁹ Es muy reiterada y numerosísima la jurisprudencia que ha calificado el swap de tipos de interés como instrumento financiero complejo en todas las instancias judiciales, con las consecuencias jurídicas correspondientes si en la venta del instrumento financiero no se observaron los deberes de diligencia, transparencia e información. Respecto de las permutas financieras sobre acciones, existen muy escasas decisiones judiciales sobre el tratamiento del cliente profesional en este tipo de coberturas. Una de las pocas resoluciones existentes que aborda la complejidad del contrato es la citada SJM núm. 10 de Barcelona de 17 de febrero de 2015 (JUR 2015/88993 recaída en un incidente concursal del procedimiento de concurso voluntario de la antigua sociedad de valores Gaesco Bolsa, contraparte de Banco Santander en las permutas financieras sobre acciones de Inmobiliaria Colonial, que en la sentencia califica el contrato de permuta financiera sobre acciones como “*producto extremadamente complejo*” (Fundamentos Jurídicos 19 y 20) incluso para partes profesionales como una sociedad de valores.

financiera, que en el marco de la contratación profesional de instrumentos de cobertura se consideran riesgos “medibles y controlables” dentro del ámbito de la discrecionalidad empresarial (art. 226 LSC)²³⁰. Las empresas interesadas en este tipo de coberturas son inversores que cumplen (y declaran cumplir) los criterios cuantitativos para ser clasificados como cliente profesional, sin perjuicio de que puedan solicitar el cambio de clasificación para ser considerado como cliente minorista²³¹. La ausencia de cualquier vinculación minorista en la contratación es relevante para fijar las normas de conducta que deben presidir la contratación del swap. Nos movemos en el marco de una contratación de corte exclusivamente profesional, sobre instrumentos financieros complejos, en que la decisión de contratación de la operación de permuta financiera surge a iniciativa del cliente interesado, que es quien contacta al intermediario.

²³⁰ Estos fueron los términos empleados en la SAP de Madrid (Sección 28ª) de 5 de diciembre de 2012 (JUR 2013/16752) que desestimó el recurso de apelación interpuesto por Inmobiliaria Colonial contra la sentencia que desestimó la acción social de responsabilidad de los administradores por la compra de autocartera a pérdida mediante contratos de permuta financiera sobre acciones suscritos con los bancos de inversión Société Générale y Calyon, que se refirió al riesgo de crédito de un contrato de “equity swap” como “*un riesgo empresarial [a priori] objetivamente medible y controlable*”.

²³¹ Las empresas pueden ser consideradas como clientes profesionales siempre y cuando cumplan al menos dos de los tres siguientes requisitos relativos al tamaño de la empresa que enuncia el art. 78 bis 3. LMV (y no hayan solicitado el cambio de clasificación para la contratación de la operación de permuta financiera): “1.  que el total de las partidas del activo sea igual o superior a 20 millones de euros; 2.  que el importe de su cifra anual de negocios sea igual o superior a 40 millones de euros; 3.  que sus recursos propios sean iguales o superiores a 2 millones de euros”. En este sentido, han tenido repercusión judicial, y fueron comunicados como información relevante a la CNMV, algunos casos de accionistas de referencia de sociedades cotizadas, que utilizaron sociedades instrumentales de nueva constitución sin actividad, controlados en su órgano de administración por familiares vinculados, para la contratación de “equity swaps” sobre porcentajes relevantes del capital de dichas sociedades, presentando posteriormente concurso de acreedores. En estos casos, las sociedades que contrataron las operaciones no cumplían los criterios cuantitativos de cliente profesional. Pese a ello, en ninguno de los dos casos se instó la nulidad de los contratos de permuta financiera frente a los intermediarios financieros, quizás porque se hubiera levantado el velo sobre la operativa de control último a cargo de accionistas de referencia, sin duda con experiencia financiera en la contratación de mercado de valores.

Esta calificación como profesional no implica que en la contratación del swap la contraparte financiera, y menos el cliente corporativo (v.gr., empresas) o institucional, queden “desprotegidos”²³², ya que siguen siendo exigibles las obligaciones de diligencia y transparencia a la entidad que presta el servicio de inversión y únicamente se dispensan en el art. 78 ter.2 LMV las obligaciones de gestión y mejor ejecución de órdenes a las operaciones con contrapartes elegibles²³³. No obstante, el cumplimiento de las normas de conducta se atenúa y en virtud de la presunción de profesionalidad el intermediario financiero puede asumir que su cliente profesional tiene los conocimientos y experiencia en la gestión de riesgos para, sin asimetrías informativas, comprender la mecánica de funcionamiento del contrato de swap (art. 72 del RD ESIS).

Aunque no forma parte del instrumento financiero, en las permutas financieras sobre acciones el intermediario financiero puede prestar un servicio auxiliar de asesoramiento si el cliente solicita asistencia para el diseño y la estructuración de la operación de swap, en aspectos como el volumen de acciones, plazo y liquidaciones, tipo de colateral en garantía financiera, etc. Sabedores de los riesgos que entraña el

²³² Como apunta ZUNZUNEGUI, el matiz relevante que se introduce respecto de los clientes minoristas es que a los calificados de profesionales se les presuponen los conocimientos y experiencia. Las obligaciones de diligencia y transparencia se aplican todos los clientes, incluidos los profesionales; v. ZUNZUNEGUI, F., *Negociación de swaps...*, op. cit., pp. 667.

²³³ El nivel de protección que la LMV otorga a las contrapartes financieras o elegibles es menor, al tratarse de entidades autorizadas para operar en los mercados financieros. Pero ni siquiera en estos casos desaparece la protección asociada a la contratación como inversor. Son llamativos en este sentido los Considerados (103) y (104) de la Directiva MiFID: “(103) A los efectos de la presente Directiva, se debe considerar que las contrapartes elegibles actúan en calidad de clientes. (104) La crisis financiera ha mostrado que los clientes no minoristas no siempre aprecian los riesgos que plantean sus inversiones. Si bien es necesario dejar sentado que las normas de conducta deben ejecutarse en beneficio de los inversores que más necesidad tienen de protección, es conveniente calibrar mejor los requisitos aplicables según las categorías de clientes. Por ello, procede hacer extensivos algunos requisitos de información y notificación a las relaciones con contrapartes elegibles”.

asesoramiento financiero en el sentido del art. 63.1 (g) (recomendaciones personalizadas respecto a uno o varios instrumentos financieros), el asesoramiento sobre estructuración excluye cualquier recomendación de contratación del instrumento financiero. Su encaje parece razonable dentro del servicio de asistencia financiera sobre estructura de capital y sus “cuestiones afines” en operaciones corporativas a que se refiere el art. 63.2 c) LMV.

B) POSICIÓN JURÍDICA ASUMIDA EN EL “EQUITY SWAP”

En lo que respecta a la posición jurídica asumida, el contenido de su posición contractual es diferente dependiendo de si el activo subyacente del contrato es un índice bursátil o son acciones de una sociedad cotizada. En las permutas financieras sobre índices bursátiles, la posición del cliente es la propia de una contraparte financiera que contrata la operación a un intermediario financiero entre distintas contrapartes elegibles ofertantes que pueden ofrecer la contrapartida para la consecución del objetivo de rentabilidad del fondo gestionado (art. 78 ter LMV)²³⁴. No hay aquí mayor variación de las disposiciones del RIIC.

²³⁴ El nivel de protección que la LMV otorga a las contrapartes financieras o elegibles es menor, al tratarse de entidades autorizadas para operar en los mercados financieros. Pero ni siquiera en estos casos desaparece la protección asociada a la contratación como inversor. Son llamativos en este sentido los Considerados (103) y (104) de la Directiva MiFID que reproducimos: “(104) A los efectos de la presente Directiva, se debe considerar que las contrapartes elegibles actúan en calidad de clientes. (104) La crisis financiera ha mostrado que los clientes no minoristas no siempre aprecian los riesgos que plantean sus inversiones. Si bien es necesario dejar sentado que las normas de conducta deben ejecutarse en beneficio de los inversores que más necesidad tienen de protección, es conveniente calibrar mejor los requisitos aplicables según las categorías de clientes. Por ello, procede hacer extensivos algunos requisitos de información y notificación a las relaciones con contrapartes elegibles”.

La posición del cliente en los contratos referenciados a acciones es más compleja. Se le considera el “titular” o el “tenedor del instrumento financiero derivado” con todos los efectos legales inherentes a dicha consideración de titular (presunción de representación indirecta en los swaps liquidables en especie, imputación de derechos de voto conexos, necesidad de control de la información privilegiada en la contratación, etc.). En razón del poder de disposición contractual que le otorga el contrato, se entiende que el cliente goza de la capacidad para decidir la adquisición de las acciones subyacentes a iniciativa exclusiva en las operaciones que prevén la liquidación por entrega (arts. 24 y 28 RDT). El marco normativo se completa con las disposiciones que obligan al cliente-tenedor a notificar (a la CNMV y a la sociedad emisora) la tenencia del instrumento financiero cuando la proporción de los derechos de voto supere el 3% de la sociedad emisora, independientemente de la modalidad de liquidación.

IV. OTRAS PARTES DEL CONTRATO

Las permutas financieras de acciones e índices son contratos bilaterales formalizados entre dos partes. Sin embargo, los anexos del contrato marco o la confirmación de la operación de permuta financiera puede establecer la intervención de otras partes distintas de las contrapartidas en contratos separados, o puede asignar determinadas funciones a otras partes que no son parte del acuerdo marco a la fecha de su formalización.

A) EL GARANTE

En el swap de cobertura del riesgo de subida del precio de las acciones es posible que el cumplimiento de las obligaciones del cliente esté garantizada personal y solidariamente por la sociedad matriz del grupo al que pertenece. La exigencia de este tipo de afianzamientos está reservada a operaciones de gran volumen con recurso a la sociedad matriz, vinculadas a la toma de control o la adquisición de influencia corporativa en operaciones susceptibles de liquidación con entrega de los valores subyacentes, en las que por los elevados riesgos asumidos (de mercado, de crédito, etc.) y las eventuales fluctuaciones de precio del subyacente, el intermediario financiero que vende la cobertura exige, entre otras garantías, el afianzamiento personal, solidario, irrevocable e incondicional de la sociedad matriz, que garantice el cumplimiento de todas las obligaciones presentes y futuras de la sociedad filial o instrumental que compra el instrumento financiero²³⁵.

La configuración legal de la garantía, si está sujeta a ley española, es la de un afianzamiento solidario del art. 1.831.2 CC con renuncia contractual a los beneficios de división, excusión y orden. Se han dado también supuestos en que el intermediario financiero ha exigido la prestación de una garantía autónoma “a

²³⁵ En la contratación de “equity swaps” sobre acciones de Endesa que la sociedad Finanzas Dos, dependiente de Acciona, anunció mediante hecho relevante en octubre de 2006, la matriz Acciona prestó una garantía a primer requerimiento a favor de Banco Santander, quedado vinculada en iguales términos que la sociedad filial contratante, Finanzas Dos. En la misma operación sobre acciones de Endesa, las garantías personales prestadas por Grupo Enel a favor de las filiales que contrataron las operaciones de permuta financiera sobre el 14,98% del capital en el contexto de la OPA sobre Endesa se sujetaron a Derecho inglés, de la misma forma que los contratos ISDA suscritos.

primer requerimiento” de la sociedad matriz del cliente, con objeto de asegurar la efectividad y ejecutividad de la reclamación de pago.

La instrumentación de estas garantías personales se produce fuera del contrato marco de operaciones financieras, en contratos de garantía separados del acuerdo marco, suscritos entre el intermediario financiero y el garante. En virtud de la garantía prestada, en los casos de afianzamiento o garantía solidaria, el garante queda obligado de forma solidaria y en iguales términos que la contraparte compradora de la permuta financiera, como si fuera el deudor principal frente al intermediario financiero, respondiendo con todos sus bienes y derechos del cumplimiento de las obligaciones bajo el contrato de permuta financiera sobre acciones. Si la garantía es a primer requerimiento, el intermediario financiero puede ejecutar la garantía sin que el garante pueda oponer excepción de tipo alguno que deba discutirse, debiendo realizar el pago a primer requerimiento para poder ejercitar cualquier acción de reembolso posterior. Estos contratos de garantía pueden estar sujetos a ley inglesa, como ley reguladora del conjunto de contratos suscritos entre el intermediario financiero y el grupo del comprador, si el contrato marco es un contrato acogido a las convenciones ISDA.

B) AGENTE DE CÁLCULO

El contrato de permuta financiera de acciones e índices puede prever la asignación de funciones a un agente de cálculo para la resolución de discrepancias que eventualmente puedan surgir durante la operación de permuta financiera. La mención al agente de cálculo es preceptiva en la confirmación del contrato de swap

de acciones, por la posibilidad de ajustes del valor nominal de la acción o en caso de circunstancias que puedan afectar a los valores negociables subyacente (aumentos de capital, desdoblamientos, dividendos, etc.). No obstante, el supuesto más habitual es que el contrato atribuya la agencia de cálculo al propio intermediario financiero.

La intervención de un intermediario financiero como agente de cálculo es necesaria para el cálculo de los importes de liquidación y puede venir asimismo impuesta por distintas circunstancias. Entre otras funciones, se encarga del cálculo del tipo de interés y del cálculo del precio final (“final price”) de la acción subyacente a efectos de la determinación del importe de liquidación. Aparte de los anteriores supuestos, la intervención de un agente de cálculo puede ser requerida en caso de incidencias en los valores negociados, como consecuencia de supuestos de interrupción del mercado de contratación de acciones o ajustes extraordinarios.

Se trata de acontecimientos que afectan al valor subyacente del contrato n los que la parte designada como agente de cálculo es requerida en la confirmación para realizar los ajustes necesarios con objeto de preservar el valor de la acción como si no se hubiese producido el supuesto de interrupción de mercado o ajuste del valor de la acción. Se entiende por supuesto de interrupción del mercado cualquier suspensión en la negociación de las acciones por un plazo superior a treinta minutos antes del cierre de sesión o cualquier movimiento de precio de las acciones superior al límite establecido, siempre que pueda ser relevante para el cálculo del importe de liquidación. En caso de interrupción del mercado en la fecha de valoración definida en la confirmación para la valoración de las acciones subyacentes, las cláusulas de confirmación suelen establecer que el agente de cálculo determinará el valor de la

acción utilizando los mecanismos que considere más apropiados, intentando aproximarse razonablemente al valor que hubiera prevalecido de no haberse producido la interrupción del mercado.

La intervención del agente de cálculo es asimismo definida en el documento de confirmación con la inclusión de las cláusulas y convenciones correspondientes para el caso de ajustes ordinarios o extraordinarios en el valor de la acción consecuencia de cualquier operación o acontecimiento que produzca un efecto diluyente o un efecto de concentración en el valor las acciones. Son efectos dilutivos del valor de la acción los supuestos de aumento de capital, fusión, OPA, admisión a negociación de nuevas acciones emitidas por conversión voluntaria de bonos convertibles, etc. o cualesquiera otros que tenga un efecto diluyente del valor de la acción en sociedades cotizadas, asociados a la minoración del beneficio por acción. Tienen efecto de concentración en el valor de la acción la reducción de capital, el reparto de dividendos, la amortización de acciones propias adquiridas, etc.

En todos los anteriores casos el agente de cálculo ha de hacer los ajustes correspondientes en la acción de referencia para que el importe de liquidación pueda calcularse como si no hubiera tenido lugar el ajuste.

CAPÍTULO VI

ELEMENTOS FORMALES Y REALES DEL CONTRATO

SUMARIO: I. ELEMENTOS REALES DEL CONTRATO: EFECTIVO O ACCIONES. A) EFECTIVO. B) LAS ACCIONES. 1. Acciones cotizadas. 2. La identificación de las acciones en la confirmación. 3. La disociación de derechos de accionista. II. ELEMENTOS FORMALES DEL CONTRATO. A) PERFECCIÓN DEL CONTRATO. B) LA OPERATIVA DE CONTRATACIÓN DEL SWAP. III. FASES FORMALES DE LA CONTRATACIÓN DEL SWAP. A) ACTUACIONES PREVIAS. B) EJECUCIÓN DE LA OPERACIÓN. C) CONCILIACIÓN INTERNA DE LA ORDEN. D) CONFIRMACIÓN Y REGISTRO DE LA OPERACIÓN. 1. El deber de confirmación oportuna. 2. La gestión del proceso de confirmación. E) COMUNICACIÓN DE LA OPERACIÓN A LA CNMV. F. NOTIFICACIÓN A UN REGISTRO DE OPERACIONES.

I. ELEMENTOS REALES DEL CONTRATO: EFECTIVO O ACCIONES

En el Derecho de la contratación, se entiende por elementos reales del contrato el objeto real que integran las prestaciones a que se obligan las partes, causa bilateral de su respectiva obligación. Son las “cosas” o “servicios” objeto del contrato (art. 1.272 CC). El contrato de permuta financiera sobre acciones o índices genera obligaciones recíprocas de dar dinero o valores negociables en las fechas de liquidación establecidas en la confirmación, cuya determinación en cuanto al objeto y cuantía de la prestación (efectivo o valores) dependerá de la modalidad de liquidación escogida, y de la evolución al alza o a la baja de las acciones subyacentes o del índice bursátil de referencia. Como objetos sobre los que recae la prestación de dar a cargo de las partes,

la LMV identifica el efectivo y los valores negociables con la forma de liquidación del contrato de permuta financiera, cuando establece que las permutas financieras relacionadas con valores negociables o tipos de interés podrán “*liquidarse en especie o en efectivo*” (art. 2.2 LMV).

A) EFECTIVO

El Derecho otorga al dinero el carácter o condición de instrumento de cumplimiento de las obligaciones de cambio. Es una medida común del valor de las prestaciones²³⁶. La obligación de pago del efectivo se conceptúa como una deuda de suma de dinero²³⁷, representada abstractamente en el negocio jurídico de permuta financiera por la liquidación diferencial de la deuda de valor que, en cada una de las fechas de liquidación, concreta las diferencias de precio entre el precio/nivel de mercado y el precio/nivel de referencia inicial de las acciones subyacentes o del índice bursátil.

En las distintas situaciones que plantea el contrato de permuta financiera, vemos como el dinero actúa como medio de pago solutorio de las obligaciones pecuniarias

²³⁶ DE LA CUESTA RUTE, J.M., “El dinero y la representación de las posiciones acreedoras y deudoras en el Derecho mercantil”, en AA.VV., *Tratado de Derecho Mercantil*, Marcial Pons, Madrid, 2006, pp. 25 y ss.; y también DIEZ-PICAZO, L., *Fundamentos del...*, *op. cit.*, pp. 290.

²³⁷ Como señala DIEZ-PICAZO, L., *Fundamentos del...*, *op. cit.*, pp. 293., la deuda de “suma de dinero” presenta dos características sustanciales que marcan su régimen jurídico: su abstracción, que hace que no pueda decirse nunca que el cumplimiento de la obligación es imposible y la liquidación predeterminada del daño con la producción automática de intereses ex art. 1.108 CC: (“*La deuda de suma de dinero es la verdadera deuda pecuniaria. En ella, los signos, pieza o medios solutorios son indiferentes, desde el punto de vista de la obligación, con tal que posean valor y curso legal. El deudor está obligado a proporcionar al acreedor una suma que equivalga a la medida o importe señalado en la obligación*”). V. también el desarrollo al respecto de FERRI-RICHI, A., “El contrato de swap como...”, *op. cit.*, pp. 287.

exigibles a que dan lugar las deudas de valor inicialmente indeterminadas (art. 1.273 CC). Así, el importe de liquidación de las obligaciones de pago de la revalorización o, en su caso, de las pérdidas del subyacente, se abonan en efectivo. El importe adeudado por pagos calculados sobre el tipo de interés pactado es abonado al intermediario financiero en efectivo, como también es abonado en efectivo la comisión de estructuración devengada a favor del intermediario financiero en el swap sobre acciones individuales. El dinero actúa así en su función básica de unidad de medida de las obligaciones de las partes.

B) LAS ACCIONES

1. Acciones cotizadas

El contrato de permuta financiera que referencia acciones es un contrato de derivados cuya causa está vinculada a la cobertura financiera o a la especulación de su precio de mercado aleatorio. Las acciones subyacentes del contrato pueden ser valores admitidos a negociación, o acciones no cotizadas de sociedades anónimas, aunque el swap sobre acciones es, de forma casi absoluta en la contratación de este derivado, bursátil: recae sobre acciones admitidas a negociación. Las acciones cotizadas en mercados secundarios son valores negociables representados mediante anotaciones en cuenta, especialmente aptos por su negociabilidad, liquidez y agrupación en emisiones, para transmisión generalizada e impersonal de la posición inversora en acciones (arts. 2.1 LMV; 495, 496 LSC). Se negocian en los mercados secundarios a través de intermediarios que son miembros del mercado, con sujeción a las reglas de funcionamiento correspondientes (arts. 36, 37.2 LMV), que en el caso de las Bolsas

sigue siendo, formalmente, el Decreto 1506/1967, de 30 de junio, por el que se aprueba el Reglamento de las Bolsas de Comercio y sus Circulares de desarrollo.

Las acciones cotizadas son valores negociables sujetos al alea y riesgos de los mercados financieros. Como activo subyacente, admiten tanto la liquidación de efectivo como la compraventa de los valores subyacentes. En el primer caso, la liquidación tiene carácter diferencial, por las diferencias de precios de cotización de los valores en los distintos momentos temporales considerados. En el segundo, las acciones son a la vez el activo subyacente del contrato y la forma de liquidación del mismo: el cumplimiento del contrato tiene lugar mediante la compraventa bursátil de las acciones que constituyen el activo subyacente del contrato al vencimiento de la operación. Existe entonces causa de cambio en el swap.

Frente a las acciones negociables admitidas a cotización, las acciones no cotizadas de las sociedades anónimas pueden servir de activo subyacente a los negocios de cobertura de riesgos que son los derivados sobre acciones. Existen de hecho numerosos precedentes en que se ha utilizado la estructura de permuta financiera no bursátil para eludir la aplicación de la normativa fiscal, reduciendo la tributación en jurisdicciones gravosas con las plusvalías, o de gran carga regulatoria en el cumplimiento de obligaciones formales. En este sentido, hay dos factores que entendemos han impedido un mayor desarrollo de las permutas financieras sobre acciones no cotizadas. En primer lugar, el hecho de que las principales empresas son sociedades anónimas cotizadas que tienen admitidas sus acciones a negociación, incluso en diferentes mercados regulados, entre otras razones, por las amplias posibilidades de captación de recursos propios y ajenos.

En segundo lugar, la iliquidez de las acciones no cotizadas, cualquiera que sea su forma de representación (títulos o anotaciones en cuenta), supone un obstáculo importante para la operatividad del swap. Se hace necesario articular complejos sistemas de determinación de las diferencias de precio de las acciones no cotizadas para superar la falta de negociabilidad de las acciones no cotizadas, con la necesidad de recurrir a valoradores y expertos independientes para determinar el valor de las acciones, encareciendo el coste de la operación. Las valoraciones de precio por acción, necesariamente subjetivas en este caso, parten del precio inicialmente fijado en la confirmación a las que hay que añadir las cantidades equivalentes a dividendos satisfechos y el importe resultante de la aplicación de un tipo de interés de rentabilidad acordado sobre el nominal de la participación. La iliquidez de las acciones no cotizadas o de las participaciones sociales puede disuadir de participar a los intermediarios financieros, aparte de ser fuente de controversia entre las partes si no hay acuerdo en la valoración de precios. Por este motivo, el swap sobre acciones o participaciones que son ilíquidas se utiliza primordialmente entre accionistas o socios, en estructuras de intercambio que persiguen el arbitraje fiscal y la elusión de tributación de las plusvalías devengadas por ventas materializadas.

2. La identificación de las acciones en la confirmación

La inclusión de las acciones como activo subyacente del contrato requiere la identificación de toda la información de las acciones subyacentes en el documento de confirmación intercambiado entre las partes, como elemento esencial sobre el que versa la manifestación del consentimiento. Entre otra información de detalle, la confirmación

debe incluir preceptivamente la descripción de la denominación social completa de la sociedad emisora, el Código ISIN del valor, el número de acciones objeto del contrato y la Bolsa de valores de cotización de las acciones.

Asimismo, el documento de confirmación debe indicar el precio de referencia inicial de las acciones al que se cierra la posición de cobertura, que en la cobertura del riesgo de subida suele ser el precio medio ponderado de compra, y las bases de referencia para el cálculo del precio final de liquidación en la fecha o fechas de liquidación (precio de cancelación de la cobertura, precio de apertura, precio de cierre de la sesión, etc.). Sin la información necesaria para determinar el cálculo del precio final de las acciones o la variación porcentual del índice de referencia, el intermediario financiero carece de los elementos necesarios para dar cumplimiento al contrato y no puede llevar a cabo las actuaciones liquidatorias en las fechas de liquidación intermedias o al vencimiento.

3. *La disociación de derechos de accionista*

La operativa de las permutas financieras referenciadas a acciones afecta de forma sustancial al contenido de la acción como conjunto de derechos y, particularmente, al derecho a participar en las ganancias sociales (art. 93 a) LSC) y al derecho de voto (art. 93 c) LSC), que quedan desprovistos de contenido real por efecto del contrato²³⁸. El

²³⁸ En torno a las situaciones de vaciamiento de los derechos de accionista que genera el contrato de permuta financiera sobre acciones es particularmente esclarecedora el Fundamento de Derecho Segundo de la Resolución 00/3562/2005 de 23 de noviembre de 2006 del Tribunal Económico-Administrativo Central en la resolución de una consulta tributaria sobre el análisis del derecho a la deducción de doble imposición de dividendos en la cobertura a través de contratos de permuta financiera sobre acciones de un plan de opciones sobre acciones, en la que concluye que la consultante no llegó a ostentar nunca la

contrato puede establecer la cesión del derecho al dividendo de las acciones si el swap se ha formalizado bajo la modalidad de permuta financiera de “retorno total”. En este caso, los importes equivalentes a dividendos distribuidos por la sociedad emisora serán abonados por el intermediario financiero al cliente.

Respecto al ejercicio de los derechos políticos, la disociación del derecho de voto de la acción dependerá de los pactos concretos entre el intermediario financiero y el cliente, en función del tipo de cobertura. El ejercicio del derecho de voto no es una cuestión controvertida cuando la causa del contrato es estabilizar su precio en las coberturas bajistas. No se plantea en estos casos la cesión del derecho de voto. Por el contrario, en las permutas financieras de cobertura del riesgo de subida del precio de cotización, que confieren el derecho incondicional o la facultad discrecional a adquirir las acciones (arts. 53.3 LMV; 28.1 RDT), resulta difícil argumentar que quien por título contractual goza del derecho a adquirir las acciones a su voluntad al intermediario mandatado no tenga también el derecho de voto de las acciones subyacentes, aunque no

titularidad real y efectiva de las acciones subyacentes: “[...] *se concluía que la interesada no ostentaba la titularidad real y efectiva de las acciones de Z, por lo que no tenía derecho a aplicar la deducción por doble imposición económica. Los hechos básicamente son dos: la compra por la reclamante de acciones de Z y la suscripción con dicha entidad de dos contratos de permuta financiera (swap), por los que la reclamante se obligaba, entre otros compromisos, a abonar a Z los dividendos que se acordasen distribuir por parte de dicho Banco*”. La Resolución de 23 de noviembre de 2006 del Tribunal Económico-Administrativo Central considera que la titularidad de las acciones se ve vaciada de contenido en derechos para el titular formal de las acciones, pudiendo llegar a calificarse como una titularidad meramente fiduciaria: “[...] *puede concluirse, tal y como hizo la Inspección, que la reclamante no llegó a ostentar la titularidad real y efectiva de las acciones de Z, entendida como posibilidad de disfrute de un conjunto de derechos reconocidos por la legislación mercantil (artículo 48.2 del Real Decreto Legislativo 1564/1989 por el que se aprueba el Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas). Tales derechos del accionista, clasificados por la doctrina en derechos políticos y económicos, no son disfrutados plenamente por la interesada, al verse privada de algunos de ellos en virtud de los contratos de permuta financiera suscritos*”. Concluye la Resolución afirmando que “[...] *la titularidad de las acciones se ve vaciada de contenido en derechos, pudiendo llegar a calificarse como una titularidad meramente fiduciaria, como lo remarca el hecho de que Z puede obligar a X a vender en el mercado todas o parte de las acciones en cualquier momento antes del vencimiento de los contratos.*”

las haya adquirido formalmente, cuando quizás una de las razones de la contratación es el control del voto a través del intermediario interpuesto. Los pactos entre las partes pueden prever diferentes mecanismos de cesión del derecho de voto, expresos u ocultos, que en la práctica suponen la facultad de dirigir de una u otra forma el ejercicio de los derechos políticos de las acciones subyacentes en las juntas generales de accionistas, en el sentido más conveniente a los intereses del cliente que contrata el swap.

Esta disociación del derecho de voto ha dado lugar a lo que se denomina el “control” a través de derivados. Junto al control accionarial (individual o colectivo, directo o indirecto) y el control concertado, la inversión paralela en valores negociables mediante derivados financieros que confieren derechos de voto da lugar a otra forma de adquisición del control, de naturaleza contractual, por la vía de los instrumentos financieros referenciados a acciones. Por su estructura contractual, no puede definirse como una nueva forma de adquisición del control. Sería más bien encuadrable dentro de la categoría del control concertado, y como forma de concertación se ha recogido en el art. 5.1 d) del RD OPAs.

II. ELEMENTOS FORMALES DEL CONTRATO

A) PERFECCIÓN DEL CONTRATO

El contrato de permuta financiera sobre acciones o índices bursátiles es un contrato extrabursátil, de naturaleza consensual. Se perfecciona por el consentimiento entre las partes sobre los términos esenciales de la operación. Como contrato consensual, la forma no es un elemento esencial del contrato ni un requisito que

condicione la prestación del consentimiento en alguna forma, por lo que, en principio, rige el principio general de libertad de forma en la contratación mercantil establecido en los arts. 51 CCom y 1.278 CC²³⁹. Esta libertad de forma queda, sin embargo, muy atenuada por la aplicación de las normas de conducta de obligado cumplimiento en la contratación de derivados extrabursátiles (OTC), que imponen procedimientos administrativos de confirmación, conciliación y registro (tanto interno como externo) a las entidades financieras que prestan servicios de inversión sobre instrumentos financieros derivados.

Aunque la forma no es un requisito para la perfección y eficacia jurídica de los swaps, tampoco puede decirse que la contratación de swaps sobre acciones o índices prescinda de formalidades. Las permutas financieras son contratos de derivados OTC documentados en acuerdos marco de compensación contractual, que procuran el imprescindible marco de estandarización de los contratos normativos, con pacto explícito de compensación contractual por el neto en caso de concurso de acreedores. La exigencia documental escrita se sobreentiende de la propia complejidad del contrato de swap, y se deduce adicionalmente de las obligaciones legales de confirmación y mantenimiento de registros de órdenes y operaciones a cargo de los intermediarios financieros que prestan servicios de inversión. A estas exigencias documentales, propias de la contratación de derivados OTC, se superponen las obligaciones formales de conciliación, confirmación y comunicación de las entidades que prestan servicios de inversión, que van más allá de la prueba documental de la existencia del contrato²⁴⁰.

²³⁹ En igual sentido, VEGA, J.A., *El contrato de ...*, op. cit., pp. 116 y 117; MUÑOZ PÉREZ, A.F., *Los derivados financieros...*, op. cit., pp. 111 a 112.

²⁴⁰ En desarrollo de los procedimientos de control de la contratación, las entidades que prestan servicios de inversión deben conseguir “*el correcto registro de las transacciones ejecutadas en la mesa de*

B) LA OPERATIVA DE CONTRATACIÓN DEL SWAP

La operativa de contratación del swap es extrabursátil y directa entre las partes. Se canaliza entre el intermediario financiero y el cliente a través del uso del teléfono y el correo electrónico como principales soportes duraderos. Una vez alcanzado el acuerdo, la manifestación del consentimiento es recepticia, plasmada inicialmente por acuerdo verbal, mediante la grabación en cinta telefónica de la orden de compra del instrumento de permuta financiera recibida del cliente²⁴¹. La grabación telefónica de la orden de compraventa permite la necesaria correspondencia y conciliación de los saldos de las operaciones incluidas en los registros internos (art. 33.3 RD ESIS). Debido a la prevalencia del soporte telefónico sobre el electrónico en la fase inicial de negociación, la contratación del swap se puede considerar como contratación entre presentes, siguiendo en este punto la diferenciación tradicional que contrapone la contratación telefónica (entre presentes) a la contratación electrónica (entre ausentes)²⁴². En este sentido, la validez de la contratación telefónica como medio para la concurrencia del acuerdo ha sido ampliamente reconocida en la doctrina jurisprudencial del Tribunal Supremo. El consentimiento se entiende prestado en esta tipo de operativa “*desde que el oferente conoce la aceptación*” de la contraparte, como contratación entre presentes

operaciones así como una descripción de los controles implantados para validar la operativa de contratación (control de operadores, control secuencial y horario de las operaciones, conciliaciones con mercados y clientes, revisiones de las grabaciones telefónicas, u otros)”, v. al respecto la Circular 1/2014, de 26 de febrero, de la CNMV, sobre los requisitos de organización interna y de las funciones de control de las entidades que prestan servicios de inversión, en la Resolución de la CNMV de 7 de octubre de 2009 y la Guía de procedimientos de control de la CNMV de 26 de febrero de 2014.

²⁴¹ FERRI-RICCHI, A.; *El contrato de swap como...*, op. cit., pp. 99; MUÑOZ PÉREZ, A.F., “El contrato marco de operaciones financieras”, *Estudios jurídicos sobre...*, op. cit., pp. 342; LORRIO, A., “Los contratos de clearing de derivados OTC”, *Estudios jurídicos sobre...*, op. cit., pp. 104.

²⁴² FERRI-RICCHI, A.; *El contrato de swap como...*, op. cit., pp. 100.

conforme al art. 1.262 CC (en la redacción dada por la Ley 34/2002 de Servicios de la Sociedad de Información).

La operativa de grabación telefónica de la contratación del swap da lugar a la declaración recepticia de voluntades, siendo la remisión de la oferta de contratación telefónica y su aceptación casi simultánea en el tiempo. Desde entonces las partes están obligadas al cumplimiento del contrato, surgiendo el deber legal de confirmar la operación (art. 11.1 b) Regl. EMIR), pudiendo compelerse las partes mutuamente a confirmarla (arts. 1.254, 1.258 y 1.278 CC). Es frecuente que de forma simultánea a la contratación telefónica de la operación se envíe una pre-confirmación por correo electrónico con acuse de recibo a la contraparte, conteniendo todos los términos asentados de la operación.

Tanto la contratación telefónica como el correo electrónico son soportes duraderos adecuados para la perfección del consentimiento, reconocidos a los efectos del registro de la operación en el RD ESIS. La contratación telefónica queda supeditada a la advertencia previa de la grabación y a la disposición de medios suficientes para la grabación de las órdenes telefónicas, siendo necesario, asimismo, la existencia de confirmación escrita de la orden en otro soporte, por cualquier medio escrito, como correo electrónico, télex, fax u otros similares. En operaciones de cierto volumen, el intermediario financiero puede requerir, como requisito documental adicional que analizamos posteriormente, la elevación a escritura pública de la confirmación del swap y del contrato marco suscrito en documento privado.

El proceso de contratación de una operación de swap referenciada a acciones o índices discurre por distintas fases antes de que las partes confirmen la operación de permuta financiera mediante la firma del documento de confirmación de la operación, que a continuación analizamos.

III. FASES FORMALES DE LA CONTRATACIÓN DEL SWAP

La contratación de un instrumento de permuta financiera sobre acciones o índices bursátiles entre partes profesionales comprende un proceso integrado por distintas fases. Involucra la prestación de un servicio de inversión sujeto a la observancia de normas de conducta. Estas normas de conducta, incluidas fundamentalmente en la LMV y el RD ESIS, imponen una serie de deberes antes, durante y después de la contratación a cargo del intermediario financiero que presta el servicio de inversión. El conjunto de estas normas constituyen reglas de orden público económico de necesaria observación en virtud del art. 78 bis y siguientes de la LMV²⁴³.

A) ACTUACIONES PREVIAS

Los derivados sobre acciones como los “equity swaps” no se ofrecen en la red de las entidades financieras. Son instrumentos financieros complejos destinados a clientes profesionales, que no se comercializan de forma abierta. Es una contratación sin asimetrías informativas. La prestación del servicio se inicia a solicitud del cliente

²⁴³ Así lo ha declarado la importante sentencia del Tribunal Superior de Justicia de Madrid de 28 de enero de 2015 (JUR 2015/79489) en la anulación de un laudo arbitral relativo a un contrato de permuta financiera de intereses que establece que las normas de conducta de diligencia y transparencia son normas de orden público económico “*cuya observancia es inexcusable*”. V. comentario de ZUNZUNEGUI, F., en *Negociación de swaps...*, *op. cit.*, pp. 671.

interesado en la contratación del swap, que contacta directamente a varios intermediarios financieros para sondear el coste financiero de la cobertura. Como primer paso dentro del procedimiento de contratación, el intermediario financiero tiene la obligación de clasificar al cliente conforme al art 78 bis de la LMV a los efectos de modular la aplicación de los deberes de diligencia y transparencia.

Una vez que el cliente es catalogado, el intermediario financiero puede determinar el grado de aplicación de las obligaciones de diligencia y transparencia. Los clientes profesionales interesados en este tipo de contratación disponen de un menor grado de protección en materia de normas de conducta que los clientes minoristas. Se presume que cuentan con los conocimientos suficientes del mercado de renta variable y de los instrumentos financieros derivados para adoptar sus propias decisiones de inversión y comprender los riesgos de las mismas (art. 73 RD ESIS). Se trata de clientes del tipo de las contrapartes financieras elegibles, de las empresas que cumplen los requisitos del art. 78.bis.3 LMV para acceder a la condición de cliente profesional o de los inversores institucionales cuya actividad habitual es la contratación de instrumentos financieros.

Las actuaciones de la fase de pre-contratación están encaminadas a evaluar las condiciones económico-financieras de la operación, de carácter exclusivamente técnico, como el coste financiero del derivado, la propuesta de tipo de interés aplicado, las garantías financieras eventualmente solicitadas, etc. El cliente conoce la mecánica de funcionamiento del swap y los riesgos asumidos. Es quien decide si la contratación se ajusta o no a su operativa. La naturaleza del servicio de inversión, para la cuenta propia y no de terceros, no exige la prestación de asesoramiento de inversión al cliente en la contratación del swap, lo que exime al intermediario financiero (entidad de crédito o

empresas de servicios de inversión) de asegurarse que el swap es un instrumento financiero idóneo para el cliente. El cumplimiento de las normas de conducta se ciñe a la provisión de toda la información relevante para facilitar la decisión de contratación del cliente.

Los informes y presentaciones que eventualmente se elaboren no contienen recomendaciones de inversión sobre la conveniencia de la contratación, y se limitan a informar neutralmente, sin considerar específicamente las circunstancias subjetivas del cliente (que conoce y asume su perfil de riesgo), sobre los términos de cobertura, plazo, tipo de interés y garantías financieras fijas y variables que conllevaría la contratación interesada, para el que caso en que el cliente decidiera ordenar la operación²⁴⁴.

Las actuaciones de pre-contratación son coordinadas por la mesa de contratación de derivados del intermediario financiero (“front office”), que coordina junto a la unidad de control interno los trabajos de valoración interna del riesgo de mercado y de liquidez asumidos en la operación, en base a los límites de riesgo autorizados. Esta valoración interna incluye la realización de simulaciones, mediante la utilización de escenarios para controlar que los riesgos asumidos respecto a la evolución de las acciones o el índice bursátil son acordes con el perfil de riesgo de su actividad.

También en esta fase el intermediario financiero debe determinar el coste financiero del contrato para el cliente por la prestación de los compromisos de

²⁴⁴ V. RODRIGO PEREDA DE PABLO, A., “El concepto de asesoramiento de inversiones en MiFID tras la publicación del documento “Questions & Answers” de CESR”, en *RMV*, núm. 7, 2010, pp. 2. En contra, ZUNZUNEGUI PASTOR, para quien en principio siguen siendo aplicable las consideraciones sobre idoneidad en la contratación, también entre partes profesionales, v. ZUNZUNEGUI, F., en *Negociación de swaps...*, *op. cit.*, pp. 667.

contrapartida, lo que implica una valoración de conjunto del riesgo de crédito de la contrapartida, respecto de la operación de swap, así como evaluar las autorizaciones para la contratación del swap, ya sea a nivel interno de riesgos, como a nivel societario, si el contrato de swap recae sobre un subyacente de acciones susceptible de liquidación mediante entrega, y la compraventa de los valores representara para el intermediario financiero o el cliente la enajenación o la adquisición, respectivamente, de un activo esencial (art. 160 f) LSC).

B) EJECUCIÓN DE LA OPERACIÓN

El “trading” de la operación consiste en la venta del instrumento financiero por la mesa de contratación del intermediario financiero que ha gestionado la negociación con el cliente. En el caso de las permutas financieras sobre acciones o índices bursátiles con clientes profesionales, la contratación del swap se considera negociación por cuenta propia en base a una orden de compraventa del instrumento de permuta financiera del cliente ordenante (art. 63.1 b) y c) LMV). El acuerdo verbal se manifiesta por la mutua aceptación de los términos relevantes de la operación de permuta financiera, tales como el coste de tipo de interés sobre el importe nominal del contrato, el plazo de duración del contrato, la determinación del precio de referencia inicial, las bases de fijación del precio final para el cálculo en la liquidación diferencial y las garantías dinerarias en su caso exigidas.

Se puede decir que la perfección del contrato presupone la existencia de un acuerdo verbal sobre el contenido esencial del documento de confirmación dado que, desde el momento en que existe acuerdo, las obligaciones nacidas del mismo son

exigibles surgiendo el deber a cargo de las partes de confirmar la operación acordada. El acuerdo de las partes se exterioriza mediante la grabación en cinta telefónica de la operación, informando previamente a la contraparte de que la operación va a ser grabada. La validez de los procedimientos de contratación telefónica está expresamente reconocida en el art 32 del RD ESIS y ha sido recogida como medio para la prestación del consentimiento en los clausulados de los Contratos Marco CMOF, ISDA y FBE.

En este sentido, es importante tener en cuenta que la contratación de la operación, entre partes profesionales, excluye cualquier derecho de desistimiento unilateral posterior²⁴⁵.

C) CONCILIACIÓN INTERNA DE LA ORDEN

Los procedimientos administrativos de las entidades que se dedican a la intermediación en derivados establecen obligaciones de control interno de los datos de la contratación de órdenes realizada, de particular relevancia en las operaciones de mayor complejidad como las permutas financieras. Se pretende verificar la correcta ejecución de la operación, una vez que esta ha sido grabada, antes de que la orden acceda a los registros de órdenes y operaciones. El fundamento de las obligaciones de conciliación interna se encuentra en el deber de establecer la correspondencia entre las órdenes contratadas y los saldos e información que se inscriben en los registros internos,

²⁴⁵ Que no se dé el desistimiento unilateral no quiere decir que no haya desacuerdo posterior en la negociación pormenorizada de las convenciones de la confirmación, aunque las obligaciones documentales de confirmación bajo el Regl. EMIR imponen plazos extraordinariamente cortos para la confirmación “oportuna”. V. FERRI-RICCHI, A.; *El contrato de swap como...*, op. cit., pp. 103; y también DÍAZ RUIZ, E., LLUESMA, P., “EMIR, MIFIR...”, op. cit., pp. 118.

recogido en los arts. 32 y 33 y en la Circular 1/2014 de la CNMV. La verificación de los datos de la pre-confirmación de swap permite verificar si los términos de la operación de permuta financiera contratada se corresponden con las convenciones de la operación que las partes han negociado anteriormente con la mesa de contratación, en pre-confirmaciones, documentos indicativos, correos electrónicos, presentaciones, etc. Es posible que haya errores o que algunos términos relevantes no se hayan acordado. Por ello, esta revisión de la contratación es realizada por personal de los servicios administrativos internos, no implicado en la contratación de la operación (“back office”). En esencia, se verifica si la información recibida respecto a la operación se corresponde con la recogida de la mesa de contratación teniendo en cuenta los términos indicativos de la operación intercambiados por las partes²⁴⁶.

D) CONFIRMACIÓN Y REGISTRO DE LA OPERACIÓN

Los términos de la contratación telefónica acordados deben ser confirmados por las partes después de la grabación telefónica del acuerdo, mediante el intercambio del documento de confirmación firmado de swap, junto con el contrato marco de soporte (si no se hubiera firmado antes por las partes). Se trata de un aspecto de gran relevancia en la contratación OTC, hasta el punto que el deber de confirmación oportuna se ha configurado en el art. 11.1 b) Regl. EMIR como una de las técnicas de reducción del riesgo de contraparte aplicables a los contratos de derivados extrabursátiles no

²⁴⁶ En particular, los procedimientos de la Circular 1/2014 de la CNMV y la Guía de procedimientos de las funciones de control interno (cumplimiento normativo, gestión de riesgos y auditoría interna) a que se refiere la Circular 1/2014, de 26 de febrero, de la CNMV, sobre los requisitos de organización interna y de las funciones de control de las entidades que prestan servicios de inversión, establecen que “*las confirmaciones de operación deben ser realizadas por personal no implicado en las funciones de contratación, debiendo establecerse el procedimiento de resolución de las incidencias surgidas*”.

compensados de forma centralizada, para evitar casos de mala praxis en la gestión de operaciones contratadas y posteriormente no confirmadas²⁴⁷.

1. El deber de confirmación oportuna

En el Reglamento Delegado (UE) núm. 149/2013 de la Comisión de 19 de diciembre de 2012, por el que se desarrolla el Regl. EMIR, se define la confirmación como la documentación del acuerdo de las contrapartes con todas las condiciones negociadas de un derivado OTC, lo que presupone la existencia de un acuerdo legalmente vinculante de carácter anterior, en todos los términos y condiciones del contrato de derivado OTC²⁴⁸. La confirmación debe realizarse por medios electrónicos cuando los mismos estén disponibles, y alternativamente, puede realizarse mediante fax, carta o emails; en la práctica, la confirmación electrónica de este tipo de coberturas es infrecuente²⁴⁹. El plazo de confirmación es muy corto. En el caso de swaps con contrapartes financieras, la confirmación debe remitirse a más tardar al final del día hábil siguiente a la fecha de ejecución; para las contrapartes no financieras, el plazo máximo de confirmación es de dos días hábiles desde la existencia del acuerdo.

²⁴⁷ DÍAZ RUIZ, E., LLUESMA, P., “EMIR, MIFIR...”, *op.cit.*, pp. 112; pp. 118.

²⁴⁸ De interesante lectura sobre las obligaciones de confirmación resulta el documento presentado el 27 de abril de 2015 por ESMA, titulado “*Questions and Answers. Implementation of the Regulation (EU) No 648/2012 on OTC derivatives, central counterparties (EMIR)*”, [en línea] disponible en http://www.esma.europa.eu/system/files/2015_775_qa_xii_on_emir_implementation_april_2015.pdf [consulta: 30 de septiembre de 2015].

²⁴⁹ Sobre la confirmación electrónica, v. DÍAZ RUIZ, E., RUIZ BACHS, S., *Derivados OTC*, *op. cit.*, 264: “[...] A pesar de los beneficios claros de la negociación de los derivados OTC a través de las plataformas de negociación electrónica, los contratos OTC hechos a medida que se diseñan para resolver problemas de cobertura específica y que puede conllevar asesoramiento específico y requieren servicios de ejecución muy particularizados no son idóneos para su negociación en plataformas electrónicas de negociación debido a su naturaleza bilateral y ad hoc”.

El plazo se computa desde que la operación se entiende acordada y vinculante, independientemente del procedimiento de acuerdo (contratación telefónica, electrónica, etc.). Las previsiones relativas al deber de confirmación oportuna del Regl. EMIR han dejado sin contenido real las obligaciones de documentación bajo el RD ESIS, anterior al proceso de actualización que ha supuesto EMIR, y que en este punto establecía la confirmación de las órdenes de contratación por plazo superior a tres meses antes de la entrada en vigor del contrato.

2. *La gestión del proceso de confirmación*

Como ocurre con el resto de la contratación de derivados OTC, la negociación de las partes en el swap es limitada, concretada a los aspectos de coste financiero, garantías financieras exigidas y procedimiento de cancelación de la cobertura, especialmente en lo que atañe a la venta de las acciones en el mercado en la fecha de vencimiento. Por tanto, difícilmente puede decirse que existe una negociación real entre las partes, que se someten a la contratación estandarizada de las principales asociaciones (ISDA, AEB-CECA, FBE, etc.)²⁵⁰. Si puede decirse que a diferencia de otras categorías de permutas financieras como los swaps de tipo de interés, las convenciones del contrato de “equity swap” son más complejas en su cumplimentación.

A los habituales términos de plazo y vencimiento, se añade que la operación implica dos activos subyacentes distintos (acciones o índices, tipos de interés), lo que hace necesario concretar un mayor número de términos en la confirmación, entre otros,

²⁵⁰ V. ZUNZUNEGUI, F., en *Negociación de swaps...*, *op. cit.*, pp. 671 y ss; y también MUÑOZ PÉREZ, A.F., “El mercado de derivados OTC...”, *op. cit.*, pp. 12.

el número de acciones afectadas o la referencia del índice bursátil reproducido, los términos de precio de inicial y las bases para la fijación del precio final, el régimen de pago de cantidades equivalentes a los dividendos distribuidos en caso de retorno absoluto, los pactos de liquidación por diferencias o mediante entrega de los valores subyacentes, y los supuestos de interrupción de mercado o de ajuste del subyacente.

La gestión del procedimiento de confirmación corre a cargo del personal de servicios administrativos del intermediario financiero que provee la cobertura financiera, que toma la iniciativa en la remisión del documento de confirmación, y se encarga de su elaboración inicial y envío al cliente. Se busca la separación de funciones entre el personal de la mesa de contratación que ha gestionado la contratación y el departamento encargado de documentar la confirmación. La Circular 1/2014 de la CNMV y la Guía de procedimientos de las funciones de control interno (cumplimiento normativo, gestión de riesgos y auditoría interna) a que se refiere la Circular 1/2014, de 26 de febrero, de la CNMV, sobre los requisitos de organización interna y de las funciones de control de las entidades que prestan servicios de inversión, obliga a que el proceso de confirmación sea realizado por personal no implicado en las funciones de contratación. Del contenido de la confirmación de permuta financiera han de extractarse los particulares relevantes para el registro interno de confirmaciones con clientes que las entidades que prestan servicios de inversión deben mantener durante un plazo de cinco años conforme a la normativa de mantenimiento de registros obligatorios²⁵¹.

²⁵¹ V. al respecto la Resolución de la CNMV de 7 octubre de 2009 sobre los registros mínimos a mantener por las empresas que presten servicios de inversión.

Con la remisión del original de confirmación firmado, deben adjuntarse aquellos otros documentos cuya aportación sea condición suspensiva para la efectividad del swap, o se requiera por las partes, como copias de la última versión de estatutos sociales, acuerdos sociales de aprobación de la operación de swap, certificados acreditativos, etc. Una vez completado el proceso de confirmación, los datos y soportes relativos a la contratación del swap deben conservarse durante al menos cinco años el registro de órdenes y operaciones. El incumplimiento de las obligaciones de registro interno constituye infracción grave de las normas de conducta, conforme al art. 100 c) de la LMV.

E) COMUNICACIÓN DE LA OPERACIÓN A LA CNMV

La contratación de operaciones sobre instrumentos financieros con clientes es una información sujeta de forma preceptiva a reporte a la CNMV, a más tardar al día hábil siguiente a su ejecución. Esta obligación proviene de la trasposición de la Directiva MiFID en el art. 59 bis de la LMV y del Reglamento 1287/2006 de la Comisión Europea relativo a la obligación de información de las operaciones sobre instrumentos financieros, que ha concretado la información que debe remitirse al regulador. La comunicación de operaciones a la CNMV persigue, además del fin supervisor, la detección e investigación de operaciones susceptibles de constituir abuso de mercado, ya sea por manipulación o por uso de información privilegiada. Entre las operaciones que están sujetas a reporte, los contratos de swap referenciados a acciones y a índices bursátiles deben preceptivamente comunicarse a la CNMV. La comunicación de operaciones se realiza a través del servicio CIFRADO de la CNMV mediante el envío de un fichero informático con la información de campos requerida.

En el caso de las permutas financieras sobre acciones o índices, la información relevante requerida en la Guía de Comunicación de Operaciones de la CNMV de 29 de noviembre de 2013 incluye la fecha y hora de ejecución de la operación de “equity swap”, la posición como vendedor o comprador del instrumento financiero comunicado, el tipo de contrapartida, la fecha de vencimiento y el precio de referencia inicial. La identificación del concreto contrato por parte de la CNMV tiene lugar a través de información aportada, dado que los contratos de permuta financiera son instrumentos financieros que no tienen asignado código de identificación ISIN.

F) NOTIFICACIÓN A UN REGISTRO DE OPERACIONES

Una de las novedades para el tratamiento del riesgo de contraparte establecidas en el Regl. EMIR es la notificación de los contratos de derivados OTC a un registro de operaciones autorizado, con el objetivo de incrementar la transparencia e información de los derivados OTC. Los swaps sobre acciones o índices son contratos de derivados extrabursátiles incluidos en el ámbito objetivo de aplicación del art. 2 (7) del Regl. EMIR, y, por tanto, sujeto a la preceptiva obligación de notificación de la operación a un registro de operaciones²⁵². Los repositorios de derivados recopilan y administran datos de operaciones con derivados aportados por las contrapartes. En el ámbito de las contrapartes españolas, las operaciones sobre instrumentos financieros derivados se

²⁵² El ámbito objetivo de aplicación del art. 2 (7) del Regl. EMIR que delimita los contratos de derivados OTC sujetos a notificación a repositorios coincide exactamente con el señalado en el art. 4.1 de la Directiva MiFID, v. al respecto Flores Doña, M^a.S., “Transparencia sobre los derivados extrabursátiles”, en *RDBB*, núm. 129, pp. 165-166.

notifican al repositorio REGIS-TR, que es el registro europeo de derivados constituido por los depositarios de valores Iberclear y Clearstream.

El plazo de comunicación es muy escaso. El Regl. EMIR exige que la notificación se realice no más tarde del día hábil siguiente al de celebración del contrato de permuta financiera (art. 9.1), utilizando un código identificador LEI (Identificador de Entidad Jurídica), cuya asignación en España la ha asumido el Registro Mercantil. La obligación de notificación corre a cargo de ambas partes pero existe la posibilidad de delegar estas obligaciones en terceros. La información sobre el contrato de permuta financiera se realizará mediante informe cumplimentado con arreglo al formulario detallado en el que debe presentarse la información con arreglo a las especificaciones técnicas aprobadas por ESMA el 25 de junio de 2012. Esta información es especialmente interesante para la supervisión de los derivados referenciados a acciones o índices bursátiles, ya que los campos de información remitidos al repositorio deben incluir, además de la información de contrapartes y precios, todos los datos de las garantías financieras de efectivo constituidas o previstas.

CAPÍTULO VII

CONTENIDO OBLIGACIONAL:

DERECHOS Y OBLIGACIONES ASUMIDOS POR LAS PARTES

SUMARIO: I. LA OBLIGACIÓN FUNDAMENTAL: EL PAGO. A) NATURALEZA DE LAS OBLIGACIONES DE PAGO. B) LAS CIRCUNSTANCIAS DEL PAGO. C) LA COMPENSACIÓN CONTRACTUAL COMO SUBROGADO DEL PAGO. II. LA CONFIGURACIÓN DE LA OBLIGACIÓN DE PAGO DEL INTERMEDIARIO FINANCIERO COMO OBLIGACIÓN ALTERNATIVA. III. OBLIGACIONES DEL PAGADOR DE REVALORIZACIÓN. A) PAGO DE LA REVALORIZACIÓN BURSÁTIL. 1. La liquidación diferencial de revalorización bursátil. 2. La liquidación mediante compraventa de los valores subyacentes. B) PAGO DE CANTIDADES EQUIVALENTES A DIVIDENDOS DISTRIBUIDOS. 1. Licitud del pacto de redistribución. 2. Los casos de acciones propias. 3. Términos de pago. C) CESIÓN DEL DERECHO DE VOTO DE LAS ACCIONES SUBYACENTES. 1. Planteamiento. 2. El debate sobre la cesión onerosa del derecho de voto en los swaps sobre acciones. 3. La STS de 12 de noviembre de 2014: Licitud de la cesión onerosa del derecho de voto bajo contraprestación. IV. OBLIGACIONES DEL PAGADOR DE TIPO VARIABLE. A) PAGOS DE EFECTIVO CALCULADOS SOBRE UN TIPO DE INTERÉS. 1. Naturaleza financiera de las liquidaciones calculadas sobre un tipo de interés. 2. Naturaleza jurídica de los pagos calculados por referencia a un tipo de interés. 3. Liquidación del efectivo calculado por referencia a un tipo de interés. B) PAGO DE LAS PÉRDIDAS DE LA OPERACIÓN. C) PAGO DE COMISIONES. D) APORTACIÓN DE GARANTÍAS FINANCIERAS FIJAS Y VARIABLES. E. OBLIGACIONES DE NOTIFICACIÓN A SUPERVISORES. 1. El régimen de transparencia bursátil de la Directiva 2004/109/CE. 2. La comunicación de participaciones significativas en el Derecho español: la Ley 6/2007 y su normativa de desarrollo. 3. El modelo de notificación de la Circular 2/2007 de la CNMV. 4. Nueva reforma del régimen de transparencia: la Directiva 2013/50/UE y el Reglamento Delegado 2015/761. 5. La falta de transparencia de las participaciones no significativas: Valoración de algunas propuestas de reforma. V. LOS MODELOS DE TRANSPARENCIA BURSÁTIL DE LOS DERIVADOS SOBRE ACCIONES EN EL DERECHO COMPARADO. A) DERECHO NORTEAMERICANO. B) DERECHO INGLÉS. C) DERECHO ALEMÁN. D) DERECHO FRANCÉS. E) DERECHO ITALIANO. F) DERECHO HOLANDÉS.

I. LA OBLIGACIÓN FUNDAMENTAL: EL PAGO

A) NATURALEZA DE LAS OBLIGACIONES DE PAGO

La obligación fundamental de las partes del swap es el pago, en las fechas de liquidación establecidas en la confirmación. Los pagos en las fechas prefijadas cobran dimensión fundamental en este contrato, que se ha definido de forma genérica en la doctrina como de “intercambio de pagos”²⁵³, lo que ha dado lugar a una conceptualización errónea del contrato de swap en los muchos supuestos en que no hay ningún intercambio bilateral, y se abona una prestación diferencial en efectivo. La acepción tradicional del swap como contrato de intercambio de pagos tampoco recoge otro tipo de obligaciones de naturaleza no solutoria presentes en el swap sobre acciones o índices, como pueden ser las obligaciones de entrega de valores negociables o de efectivo, con causa de garantía financiera fiduciaria, para asegurar el cumplimiento de la obligación de liquidación final en los casos en que el precio de mercado de las acciones o el índice bursátil se desvían del precio de referencia.

La gran mayoría de los derivados financieros, y también los swaps que referencian acciones o índices, son contratos cuyas obligaciones de pago son pecuniarias, consistentes en el abono de un importe de efectivo (“cash settlement”)²⁵⁴. Con el pago de efectivo se cumple la función económica principal de los derivados, cuya expresión más inmediata es la satisfacción dineraria de las diferencias de precio final e inicial derivadas de las oscilaciones de valor del activo subyacente. El monto de la obligación

²⁵³ ALONSO SOTO, R., “La permuta financiera...”, *op. cit.*, pp. 443.

²⁵⁴ FERRI-RICHI, A., “El contrato de swap como...”, *op. cit.*, pp. 287.

de pago de efectivo se concreta en el “importe de liquidación” o en la “cantidad a pagar”, que es como se define la deuda pecuniaria en las convenciones de los acuerdos marco. Su cálculo corresponde al intermediario financiero.

El contrato genera obligaciones bilaterales, a cargo de ambas partes. Aunque de las sucesivas liquidaciones del swap -hasta el vencimiento- resulte una única obligación de pago, a cargo exclusivamente de una de las partes, las obligaciones de pago surgidas del contrato son bilaterales. No hay duda a este respecto en la jurisprudencia del Tribunal Supremo que ha analizado los contratos de swap de tipos de interés, disipando las dudas planteadas en algunas resoluciones de los Jueces de lo Mercantil que habían calificado el contrato, a los efectos concursales, como unilateral²⁵⁵.

Como hemos expuesto anteriormente, las obligaciones de pago de las partes son recíprocas si existe causa de cambio, porque el contrato sea susceptible de liquidación mediante la entrega de los valores subyacentes (en el swap sobre acciones), o en el caso más común, cuando las respectivas obligaciones de pago de revalorización bursátil y pagos referenciados a un tipo de interés no son coincidentes en sus fechas de liquidación (y por tanto no opera la liquidación por diferencias). En este último caso, la liquidación por saldos que posibilita el neteo no opera, y, aunque sea discutible -como cuestión teórica- que exista interdependencia funcional cuando los pagos bilaterales de las partes en el swap no son coincidentes y están desligados, no por ello las obligaciones bajo el

²⁵⁵ V. por todas, la SJM núm. 7 de Barcelona de 1 de diciembre de 2009 (JUR 2010/93874).

swap dejan de ser causalmente interdependientes en el sentido que tradicionalmente se ha considerado para las obligaciones recíprocas (arts. 1.100 y 1.124 CC)²⁵⁶.

B) LAS CIRCUNSTANCIAS DEL PAGO

Las circunstancias del pago son de especial relevancia en los contratos de derivados, y también en el swap referenciado a acciones o índices. Las obligaciones de pago van referenciadas a determinados plazos incluidos en el documento de confirmación, que suele recoger un conjunto de convenciones de obligatoria observancia respecto de los términos de pago. Se siguen los principios generales de integridad de la prestación, que estipulan la necesidad de que el pago se realice por el importe adeudado, con arreglo a la modalidad de liquidación prevista en la confirmación (efectivo o valores negociables), en la divisa de liquidación escogida, y en el plazo expresado en la confirmación al tratarse de obligaciones de término esencial (arts. 1.125, 1.157, 1.170 y 1.171 CC)²⁵⁷. Son especificaciones de pago recogidas en la confirmación cuyo cumplimiento es esencial para que la prestación sea íntegra, en interés de la parte acreedora.

²⁵⁶ Conforme con este planteamiento, MUÑOZ PÉREZ, A.F, *Los derivados financieros...*, op. cit., pp. 112: (“[...] cuando el contrato de swap se realiza sobre subyacentes distintos, no revista la naturaleza de contrato diferencial, sobre todo cuando las liquidaciones no son coincidentes en el tiempo”); y también OLIVENCIA, M., “Calificación concursal del...”, op. cit., pp. 41-42, y CAZORLA GONZÁLEZ-SERRANO, L., “El contrato de swap...”, op. cit., pp. 419, destacando el consenso al respecto en la doctrina sobre el carácter sinalagmático. Contrario a la existencia de reciprocidad en los swaps, respecto de los swaps de tipo de interés, se ha manifestado el Tribunal Supremo en las anteriormente comentadas STS de 8 de enero de 2009 (RJ 2013/1631), 9 de enero de 2013 (RJ 2013/1633) y 2 de septiembre de 2014 (RJ 2014/5116).

²⁵⁷ DIEZ-PICAZO, L, *Fundamentos del...*, op. cit., pp. 293.

En los acuerdos marco, el plazo de pago se configura como término esencial del contrato para la satisfacción de los intereses del acreedor (art. 1.125.1 CC). La cláusula relativa a los procedimientos de pago del Contrato Marco CMOF conceptúa el plazo como “*esencial a todos los efectos del contrato y de las operaciones contratadas a su amparo*” (Estipulación 3.2). Quiere significarse así que la parte acreedora del pago espera la recepción del efectivo o los valores negociables precisamente en la fecha de liquidación fijada; es lógico que así sea dado que la fecha de pago puede coincidir con la liquidación o el vencimiento de otros contratos de cobertura vinculados al swap. No es una situación de liquidación infrecuente que los pagos bajo la operación de permuta financiera estén conectados a las liquidaciones de otra cobertura OTC, de vencimiento macheado.

El pago debe hacerse en la divisa de liquidación establecida en la confirmación. En caso de no especificarse ninguna divisa concreta, se entiende bajo el CMOF que la divisa de la operación es el euro. En cuanto al lugar de pago, se siguen las convenciones habituales de liquidación de las operaciones abonadas en cuenta, mediante transferencia bancaria. Se considera lugar de pago de las obligaciones pecuniarias (art. 1.171 CC) la cuenta corriente designada en la confirmación o en los anexos del acuerdo marco. El dato de cuenta corriente de pagos es relevante a efectos de la confirmación, tanto para la realización de los pagos de liquidación de contrato, como para la domiciliación de pago de las aportaciones de efectivo realizadas por ajuste del precio del subyacente.

C) LA COMPENSACIÓN CONTRACTUAL COMO SUBROGADO DEL PAGO

La operativa liquidatoria del swap sobre acciones o índices puede prever la compensación convencional de las cantidades respectivamente adeudadas entre las partes en una misma fecha de liquidación, con el efecto de crear una única obligación jurídica exigible por el saldo neto, a cargo de aquella contraparte cuya deuda sea mayor. Bastará para ello que haya coincidencia en las fechas de liquidación establecidas en la confirmación. Esta liquidación por diferencias es cuestionable que pueda subsumirse, desde el punto de vista técnico, en el instituto de la compensación de créditos y deudas recíprocas como modo de extinción de las obligaciones del art. 1.196 CC. Tampoco puede decirse que sea un supuesto de compensación contractual de los previstos en el art. 5.1 del RDLACC.

En cuanto a la asimilación a la compensación del art. 1.196 CC²⁵⁸, este precepto prevé la compensación como modo de extinción de las obligaciones que nacen de diferentes contratos, lo que no ocurre en el swap referenciado a acciones o índices en el

²⁵⁸ La validez de la sustitución de la pluralidad de deudas y créditos recíprocos por una sola y un crédito por importe del saldo neto por causa distinta del vencimiento anticipado no ha merecido una regulación específica y ha quedado al margen del RDGF. El dictamen elaborado a instancias de la AEB y de la CECA en el año 2006, tras la aprobación del RDL 5/2006 por los Profs. IGLESIAS y MASSAGUER sobre la consideración del CMOF de la AEB, como acuerdo marco de compensación contractual homologado para la reducción del riesgo de contraparte bajo la derogada Circular del Banco de España 12/1996, de modificación de la Circular 5/1993, sobre determinación de los recursos propios de las entidades de crédito, consideró como previsiones contractuales “lícitas” los pactos del Contrato Marco sobre la sustitución de la pluralidad de créditos y deudas recíprocos resultantes de las Operaciones Financieras por una sola deuda y un solo crédito por importe del saldo neto por causa distinta al vencimiento anticipado: “[...] nada se opone a que el Contrato Marco pueda establecer válida y eficazmente la fusión y pérdida de individualidad de los créditos procedentes de las Operaciones Financieras, y en particular de las que terminen anticipadamente, como consecuencia precisamente de su vencimiento y sujeción al sistema de pagos de sumas netas programado convencionalmente”, v. IGLESIAS, J.L., MASSAGUER, J., “Los efectos del concurso en relación con los acuerdos de compensación contractual”, en *Anuario de derecho concursal*, 2006, pp. 549-592.

que el crédito y la deuda compensada surgen de un único negocio jurídico de swap. El Tribunal Supremo viene exigiendo que los créditos y deudas compensables procedan de “*títulos diferentes*” para que opere la compensación bajo el art. 1.196 CC²⁵⁹.

Respecto a la asimilación a la compensación contractual prevista en el RDLACC, la liquidación por diferencias no es una compensación en sentido técnico, porque no hay una pluralidad de créditos y deudas compensables²⁶⁰, aunque este es un requisito no esencial en los acuerdos marco de compensación contractual desde la modificación al art. 16.2 RDLACC en virtud de la Ley 7/2011, de 11 de abril, que admite la compensación contractual de la “operación u operaciones” concluidas bajo el acuerdo. Por otra parte, la compensación convencional recíproca y su sustitución por una única obligación jurídica exigible, por una causa de vencimiento anticipado distinta del concurso de acreedores, ha quedado al margen del RDLACC²⁶¹.

En efecto, el art. 5.1 del RDLACC solo prevé la reducción al saldo neto en caso de vencimiento anticipado, y de manera no automática, como consecuencia de la apertura de un procedimiento concursal. No prevé la compensación contractual por causa distinta del concurso. Nada impide que las partes pacten la compensación contractual con carácter general en caso de vencimiento anticipado por el

²⁵⁹ Como dice la STS (Sala de lo Civil), de 8 de junio de 1998 (RJ 1998, 4284) en el examen de los requisitos para que opera la compensación de créditos del art 1.196 CC: “[...] *al referirse [el art. 1.196 CC] al requisito de la dualidad de los créditos sujetos a compensación, “ha de referirse a fuentes asimismo duales”, pues como requisito común a todas las especies de compensación se precisa institucionalmente que una persona deba en virtud de un determinado título y que, por la existencia de otro título diferente de aquel que parece como obligado, sea a su vez acreedora, en igual o diversa cantidad, de su deudor*”. En contra de la necesidad de diversidad de títulos, DIEZ-PICAZO, L, *Fundamentos del...*, op. cit., pp. 617.

²⁶⁰ MUÑOZ PÉREZ, A.F., “El Contrato Marco de Operaciones Financieras”, *Estudios jurídicos sobre...*, op. cit., pp. 347.

²⁶¹ IGLESIAS, J.L., MASSAGUER, J., “Los efectos del concurso...”, op. cit., pp. 549 a 592.

incumplimiento de otras obligaciones (de pago, por disminución de solvencia, etc.), especialmente en los supuestos de normal desenvolvimiento de los pagos bajo el contrato, pero la eficacia normativa de la operativa de liquidación por diferencias no deriva en este caso del RDLACC, sino que surge de la autonomía privada de la voluntad.

En el ámbito de la supervisión prudencial de los recursos propios de las entidades de crédito españolas, si se prevé la compensación contractual en supuestos distintos al concurso de acreedores, como técnica de reducción del riesgo de crédito al saldo neto adeudado. En concreto, el Capítulo Quinto de la Circular 3/2008, de 22 de mayo, del Banco de España, a entidades de crédito, sobre determinación y control de los recursos propios mínimos reconoce ampliamente la compensación contractual, además de por causa de concurso, por causa de un incumplimiento u otras circunstancias similares distintas del concurso.

II. LA CONFIGURACIÓN DE LA OBLIGACIÓN DE PAGO DEL INTERMEDIARIO FINANCIERO COMO OBLIGACIÓN ALTERNATIVA

La obligación de pago de la revalorización bursátil de las acciones puede configurarse en el swap sobre acciones como una obligación alternativa, no individualizada inicialmente en el objeto de la prestación (efectivo o acciones), si las convenciones del documento de confirmación prevén la liquidación en efectivo del contrato por defecto, en ausencia del recibo anterior de una notificación fehaciente en contrario del cliente dentro de los plazos de notificación fijados, comunicando la opción

de comprar las acciones subyacentes. Se trata de una operativa en que el cliente, como sujeto elector, tiene atribuido convencionalmente el derecho de elección de la prestación para optar entre la liquidación en efectivo o mediante la entrega de los valores subyacentes, debiendo el intermediario financiero pagar o entregar únicamente la prestación que hubiese sido notificada dentro de los plazos previstos en la confirmación. Conforme a esta operativa, el intermediario financiero desconoce inicialmente el objeto de la prestación que haya de pagar o entregar.

Nuestro Derecho común establece un régimen de las obligaciones alternativas en el que la elección de la prestación configurada como alternativa corresponde, salvo pacto en contrario admitido en el art. 1.132.1 CC, al deudor. Por el contrario, las convenciones incluidas en las operaciones de permuta financiera sobre acciones atribuyen al cliente-acreedor de la revalorización bursátil el derecho a elegir el objeto de la obligación de liquidación (efectivo o valores) en el plazo de entre uno y cinco días bursátiles antes de la fecha o fechas en que deba efectuarse la valoración de las acciones subyacente. La obligación cesa de ser alternativa desde que el intermediario financiero recibe la notificación que individualiza el objeto de la obligación (art. 1.136 CC). Se ejercita una facultad electiva que no requiere la aceptación del intermediario financiero, que queda obligado a aceptar el sistema de liquidación²⁶². En ausencia de notificación al respecto, se entiende, por defecto, que el cliente ha optado por recibir la liquidación diferencial del efectivo correspondiente.

²⁶² Sobre los requisitos y la eventual necesidad de aceptación de la parte no electora de la obligación alternativa, v. RAMS ALBESA, J., “Comentario al artículo 1.131 del Código Civil”, en AA.VV., *Comentario del Código civil*, Ministerio de Justicia, Volumen I, Madrid, 1991, pp. 113.

²⁶² OLIVENCIA, M., “Calificación concursal del...”, *op. cit.*, pp. 41-42.

La notificación del sistema de liquidación por parte del cliente opera aquí a modo de emisión de una declaración de voluntad recepticia. Se puede decir que las permutas financieras sobre acciones que atribuyen al cliente el derecho a elegir el sistema de liquidación incorporan una opción de compra sobre las acciones subyacentes en favor del cliente, que incluye todos los elementos necesarios de plazo, objeto y precio de ejercicio para perfeccionarse en la fecha de contratación.

Este espacio temporal anterior al vencimiento permite al cliente diferir hasta los días previos a la fecha de vencimiento la decisión sobre la adquisición de las acciones subyacentes mientras gestiona en paralelo la operación corporativa subyacente, optando al vencimiento por el sistema de liquidación que más le convenga en función de la revalorización o depreciación de las acciones subyacentes y de los restantes condicionantes de la transacción (v.gr., disposición de una financiación de adquisición, obtención de autorizaciones requeridas, apoyos políticos o gubernamentales, acceso garantizado al Consejo de Administración de la sociedad emisora, etc.).

En el supuesto de que la operación corporativa no se concluya, la contratación de la operación de permuta financiera siempre puede resultar en beneficios de efectivo si la presión alcista de compra de las acciones de cobertura por parte del intermediario hace subir el precio de cotización de éstas una vez que se hace pública²⁶³.

²⁶³ Un claro ejemplo de este tipo de operativa se dio en la operación de compra de una participación significativa de la entidad BBVA por parte de la compañía Sacyr Vallehermoso, a través de permutas financieras sobre acciones. En la comunicación de hecho relevante remitida a la CNMV el 30 de noviembre de 2004 Sacyr comunicaba “*la contratación de los instrumentos de cobertura que le permiten adquirir acciones en el supuesto de que se decida finalmente llevar a cabo la operación*”. En la comunicación de hecho relevante de 15 de febrero de 2005 se comunicaba, ante la oposición a la operación, la decisión del Consejo de Administración de Sacyr de “*cancelar los instrumentos de cobertura en su día contratados con el objetivo de poder llevar a cabo una eventual decisión de*”.

III. OBLIGACIONES DEL PAGADOR DE REVALORIZACIÓN BURSÁTIL

Los instrumentos financieros referenciados a acciones cotizadas o índices bursátiles son derivados cuyo efecto económico es equivalente a la titularidad del subyacente. Permiten una exposición completa a los activos de la renta variable. La estructura de permuta financiera traslada al titular del instrumento financiero los beneficios o riesgos derivados del comportamiento al alza o a la baja del subyacente. Se traduce esta exposición, en los supuestos de revalorización bursátil positiva, en la obligación de pago de los flujos financieros derivados de la apreciación del valor de las acciones o el índice, ya sea por la subida del precio/nivel de cotización de las acciones o del índice, o por distribución de dividendos de las acciones subyacentes²⁶⁴.

La posición jurídica del Pagador de Revalorización Bursátil corresponde al intermediario financiero que asume el riesgo de subida del precio/nivel de cotización en la cobertura del riesgo de las posiciones alcistas, y, viceversa, al cliente interesado en neutralizar la caída de la cotización de las acciones o del índice en la cobertura del riesgo de las posiciones bajistas²⁶⁵. En uno u otro caso es distinta la contraparte que

adquirir una participación significativa del BBVA y en consecuencia no llevar a cabo dicha adquisición”.

²⁶⁴ PARKER en el capítulo dedicado a las permutas financieras de acciones en su monografía sobre los derivados de renta variable aborda ampliamente los cuatro flujos financieros que potencialmente puede generar el contrato (revalorización, depreciación, intereses y derechos económicos de las acciones como los dividendos y otros repartos). V. PARKER, E., “Overview and ...”, *op. cit.*, pp. 74 y sigs.

²⁶⁵ V. los Criterios de la CNMV para la comunicación de operaciones sobre instrumentos financieros OTC de julio de 2008 y 29 de noviembre de 2013: “[...] *Para las operaciones sobre contratos derivados, se considerará: COMPRADOR: aquella contraparte del instrumento financiero que se beneficiaría de subidas de precio del subyacente o la referencia. VENDEDOR: la contraparte que se beneficiaría ante bajadas de precio del subyacente o la referencia.*”.

asume la posición de Pagador de Tipo Variable. Analizamos a continuación las obligaciones asumidas por el Pagador de Revalorización Bursátil.

A) PAGO DE LA REVALORIZACIÓN BURSÁTIL

La obligación fundamental asumida por el Pagador de Revalorización Bursátil en el contrato es el pago del diferencial incremental del precio/nivel de cotización de las acciones subyacentes o del índice bursátil, durante el período considerado. Los pagos por revalorización bursátil son satisfechos por el intermediario financiero al cliente en la cobertura del riesgo de las posiciones alcistas, y, viceversa, al cliente por el intermediario financiero en la cobertura del riesgo de las posiciones bajistas. La asunción de esta obligación de pago representa la causa individual del contrato para la parte que asume la posición jurídica de Pagador de Tipo Variable (art. 1.274 CC). Contrata el swap para neutralizar el riesgo de mercado alcista, con la expectativa de obtener una revalorización bursátil a menor coste financiero.

El presupuesto objetivo de la obligación de pago asume la existencia de un incremento del precio de las acciones cotizadas o una revalorización porcentual del nivel del índice bursátil de referencia. Como resulta obvio, si el valor de las acciones o el índice bursátil resulta ser inferior al precio de referencia inicial de la confirmación, el Pagador de Revalorización Bursátil no viene obligado a efectuar pago alguno. En este último caso, el Pagador de Revalorización Bursátil podrá reclamar el reembolso de las pérdidas de la operación a la contraparte.

Corresponde el cálculo del importe de la revalorización al intermediario financiero, desarrollando funciones de agencia de cálculo que de ordinario le serán atribuidas en la confirmación y en el contrato marco. En ausencia de designación expresa de las partes, las convenciones de los acuerdos marco suelen establecer que la agencia de cálculo será desarrollada por el intermediario financiero y, si ambas partes fueran entidades financieras, por aquella que conste en segundo lugar en las intervenciones del contrato marco.

El pago de la revalorización bursátil concreta la cuantía de la deuda de valor asumida en el contrato. Analizamos a continuación la operativa liquidatoria de los swaps sobre acciones o índices en los supuestos de liquidación diferencial, o con entrega de las acciones.

1. La liquidación diferencial de revalorización bursátil

La liquidación diferencial, mediante el pago de efectivo, representa la operativa de liquidación más habitual en los swaps, y la única posible en los swaps sobre índices bursátiles. Como quiera que los precios del mercado de las acciones son públicos, las partes pueden seguir la evolución del precio de cotización de las acciones en tiempo real. En los swaps sobre índices, el cálculo diferencial puede realizarse al cierre de cada sesión bursátil. La información relativa al nivel de cierre de los índices bursátiles de mayor difusión puede obtenerse de las Sociedades de Bolsas a cargo de la administración del índice. A los datos de variación del nivel de los índices se puede acceder también a través de los terminales de las compañías de información financiera. El importe de la revalorización resulta de un simple cálculo aritmético de fácil

obtención. Se obtiene de restar, al precio/nivel de cierre de las acciones o del índice bursátil de referencia, el precio/nivel de referencia inicial, multiplicando el resultado por el número total de las acciones subyacentes o unidades del índice bursátil²⁶⁶ que son objeto del contrato²⁶⁷.

Para la cobertura del riesgo de precio en las operativas alcistas o de subida del precio de cotización, el Pagador de Revalorización Bursátil habitualmente compra las acciones antes de la entrada en vigor del contrato (en el swap sobre acciones) o contrata una opción OTC de signo contrario (en el swap sobre índices). Adopta una posición neutral, sin asumir un interés inversor. Esto explica que el precio/nivel final de cotización de las acciones o del índice de referencia (precio de mercado final) esté directamente vinculado al precio al que el Pagador de Revalorización Bursátil deshace su posición de cobertura, vendiendo las acciones en el mercado en las fechas prefijadas o cancelando la cobertura OTC del índice.

Para la fijación del precio final en los swaps sobre acciones, las partes pueden remitirse a una o varias referencias de cálculo en la confirmación. Así, el precio final de las acciones puede ser el precio medio ponderado de las acciones subyacentes (VWAP)

²⁶⁶ El siguiente ejemplo tomado de una confirmación de swap ilustra, de manera práctica, las convenciones habitualmente utilizadas para el cálculo diferencial del swap sobre acciones o índices bursátiles:

SUBYACENTE: Acciones XYZ / Índice Bursátil XYZ

PRECIO/NIVEL INICIAL: 100 EUR

PRECIO FINAL: [Precio medio ponderado (VWAP) al que el Pagador de Revalorización Bursátil realiza en el mercado la venta de las Acciones XYZ] / [Coste o beneficios derivados de cancelación de la cobertura OTC sobre el Índice XYZ].

IMPORTE DE LA REVALORIZACIÓN: (100 – Precio Final) x Número de Acciones/Unidades Índice.

²⁶⁷ EICHER, R. D., *Derivatives...*, op. cit., § 12.05, pp. 12-19; PARKER, E., *Overview and ...*, op. cit., pp. 78-79; RAMIREZ, J., *Handbook of...*, op. cit., pp. 16-17.

en la sesión bursátil correspondiente a la fecha de valoración; el precio en la subasta de cierre al final de la sesión en la fecha de valoración; o un precio medio ponderado de la acción obtenido en los días bursátiles inmediatamente anteriores a la fecha de valoración, caso de que se establecieran varios días para obtener una media ponderada de precio de cotización. Aunque la casuística es variada, la operativa de mercado más extendida, tanto para las acciones como para los contratos referenciados a índices, se basa en la obtención de un precio final por referencia a la media ponderada de nivel/cotización de las acciones o el índice bursátil en los tres días hábiles anteriores a la fecha de liquidación, período habilitado para que el Pagador de Revalorización Bursátil pueda vender las acciones afectas al swap (en la cobertura de las posiciones largas) o cancelar el negocio de cobertura de su posición en el índice de referencia²⁶⁸. El cálculo se puede acreditar, en el caso de las acciones, con la obtención de una certificación de cotización media ponderada de la Sociedad Rectora de Bolsas correspondiente.

La determinación de precio final queda así subordinada al resultado positivo o negativo de las gestiones de cancelación de la cobertura de la posición del Pagador de Revalorización Bursátil. Si la operación resulta en ganancias, este queda obligado a abonar el efectivo resultante al Pagador de Tipo Variable. En caso de pérdidas, tiene derecho al reembolso íntegro de las mismas del Pagador de Tipo Variable. A modo de ejemplo, si se ha contratado una operación de permuta financiera sobre acciones a un precio de referencia de dos euros y a la fecha de valoración el precio final de la acción se encuentra cotizando a cuatro euros, se liquidaran dos euros de diferencia al Pagador de Tipo Variable. El importe restante de la inversión efectuada para la adquisición de la cobertura se recuperará con la venta en el mercado de las acciones adquiridas.

²⁶⁸ RAMIREZ, J., *Handbook of...*, op. cit., pp. 15.

Una vez efectuado el cálculo, el importe de liquidación deberá ser notificado a la contraparte de forma fehaciente y con la antelación de plazo prevista en el contrato. Es habitual que a la liquidación se adjunte un desglose detallando del cálculo realizado a efectos de comprobación. Salvo error manifiesto y aunque no haya una *lex artis* aplicable a las funciones de agencia de cálculo, como si ocurre con los informes elaborados por experto independiente designado por el Registro Mercantil, las determinaciones realizadas por el agente de cálculo conforme al contrato se tienen por vinculantes para las partes. También aquí puede modular el contrato la intervención de las partes, estableciendo un procedimiento de verificación del cálculo diferencial basado en el “mutuo acuerdo”.

2. *La liquidación mediante compraventa de los valores subyacentes*

Los arts. 2.2 y 53.3 de la LMV admiten expresamente la operativa de liquidación en especie de los contratos de derivados relacionados con valores negociables. Como tal, en estos casos no hay una “liquidación”, reservada a los casos en que hay cálculo diferencial. Interesa la adquisición de las acciones al precio de referencia en la contratación de la cobertura, con la revalorización incorporada en su valor. El Pagador de Tipo Variable adquiere en este caso los valores subyacentes, con la revalorización incorporada, al precio de ejercicio inicial, lo que supone un ahorro de costes financieros si las acciones han subido de precio de cotización en el período de referencia.

Como modo de cumplimiento de las obligaciones de pago en los contratos referenciados a acciones cotizadas, la liquidación en especie entraña una operación de

compraventa bursátil de las acciones subyacentes, que puede ejecutarse de diferentes formas en función del segmento de cotización del valor y del volumen del paquete de acciones. Trasluce esta liquidación en especie el carácter preparatorio de la contratación inicial del swap sobre acciones, formalizado con causa de cambio, preludio de la posterior compraventa bursátil de las acciones por el cliente-Pagador de Tipo Variable²⁶⁹.

La ejecución de la venta de las acciones puede tener lugar con la mediación del intermediario financiero depositario de los valores, si es miembro del mercado de la Bolsa de cotización, a través del sistema de ejecución de órdenes de contratación general en la fecha de vencimiento. El precio de la orden de venta será el precio de referencia inicial fijado en la confirmación, con independencia del valor de cotización en la fecha de ejecución de la venta. Si se trata de un paquete de acciones de gran tamaño, puede ser necesario comunicar la ejecución a través de una o varias operaciones casadas del segmento de bloques, o una operación comunicada del mercado de operaciones especiales previstas en el Real Decreto 1416/1991, de 27 de septiembre, sobre operaciones bursátiles especiales, con objeto de no alterar la negociación del valor en el mercado de Bolsas²⁷⁰. Este tipo de operativa de bloques está destinada a los miembros del mercado que puedan aplicar órdenes de sentido contrario o concluir

²⁶⁹ SÁNCHEZ CALERO, F., *Ofertas públicas de...*, op. cit., pp. 156.

²⁷⁰ El mercado de operaciones especiales, regulado en el Real Decreto 1416/1991, de 27 de septiembre, sobre operaciones bursátiles especiales y sobre transmisión extrabursátil de valores cotizados y cambios medios ponderados, es un mercado de comunicación de operaciones autorizadas o convenidas directamente entre quienes no sean miembros de las Bolsas de Valores para la toma de razón por parte de una entidad que ostente la condición de miembro del mercado. Las operaciones comunicadas para toma de razón deben cumplir unos requisitos de efectivo y precios. Este mercado se abre a las 17:40 horas y permanece abierto hasta las 20:00 horas. En este mercado, también se introducen las operaciones procedentes del ejercicio o vencimiento de los contratos de opciones y futuros.

operaciones, por lo que la aplicación del régimen de bloques requiere que las acciones subyacentes se negocien en el Sistema de Interconexión Bursátil y que se cumplan los requisitos de volúmenes y precios que se establecen para acceder en cada caso a la condición de bloque.

La CNMV tiene establecidos unos protocolos de actuación, aprobados en la reunión de su Consejo de 19 de diciembre de 2007, para la venta en el mercado de grandes paquetes accionariales a través del mercado de bloques, que caracteriza en los citados Criterios como compras o ventas en breve plazo de paquetes de acciones bajo un mandato de intermediación expreso que no se formulan como oferta pública de venta o de adquisición sobre la sociedad emisora de las acciones, y cuyo volumen total es superior al menor de los siguientes límites: el doble del promedio diario de negociación del valor en el mercado de órdenes en el último trimestre del mercado más líquido o el 0,5% del capital social de la compañía objeto de la colocación²⁷¹.

²⁷¹ Los Criterios de la CNMV sobre las operaciones de bloques que cumplen los requisitos de volumen y precio descritos anteriormente, aprobados por el supervisor el 19 de diciembre de 2007 son los siguientes:

1. El intermediario financiero deberá ofrecer información puntual del estado de la operación a la CNMV.
2. Se deberá informar a la Dirección de Mercados Secundarios de la CNMV por parte del intermediario financiero del importe y demás condiciones relevantes de la operación prevista.
3. Se deberán tener presentes las obligaciones que, en materia de información privilegiada se establecen en la LMV y, en especial, advertir expresamente por escrito del carácter privilegiado de la información relativa a la operación y, en consecuencia, de la prohibición de operar en base a dicha información en el mercado;
4. Cuando por el método de colocación o los sistemas utilizados para su difusión no fuese posible asegurar razonablemente la confidencialidad de la operación, el intermediario financiero realizará una comunicación de información relevante, detallando al menos el número de valores que está procediendo a colocar o a comprar y la proporción del capital que representa.
5. Las operaciones se deben llevar a cabo con celeridad procurando que el lapso entre el inicio y la conclusión de la operación sea el menor posible. Salvo cuando concurren circunstancias excepcionales, las tareas de difusión de la oferta se realizarán mientras el mercado oficial español esté cerrado.
6. Si la operación no hubiese finalizado con anterioridad a la apertura del mercado y no se hubiese realizado la comunicación de información relevante, el intermediario financiero remitirá un comunicado a la CNMV, que en su caso ésta podrá hacer público como información relevante, con el mismo detalle que el señalado en el citado criterio. En todo caso, se abstendrá de revelar a terceros, directa o indirectamente, detalles de la colocación que no se hubiera comunicado al mercado como información relevante.

La adquisición de las acciones subyacentes del swap está sujeta a las obligaciones de comunicación a la CNMV y al emisor por parte del cliente-Pagador de Tipo Variable, cuando se alcancen los porcentajes de derechos de voto establecidos en el artículo 23 del RDT (actualmente un 3% de los derechos de voto). Aparte de las comunicaciones de participaciones significativas que resulten preceptivas, el ejercicio del derecho de liquidación por compraventa es asimilable a la transmisión del instrumento financiero, sujeto igualmente a la preceptiva comunicación, por lo que la notificación a la CNMV sobre la cancelación del swap resulta procedente incluso aunque la liquidación mediante entrega de los valores subyacentes no resulte en la compraventa de una participación que supere el 3% de los derechos de voto.

B) PAGO DE CANTIDADES EQUIVALENTES A DIVIDENDOS DISTRIBUIDOS

En el marco de la permuta financiera, las partes pueden pactar en el swap de acciones la cesión contractual del importe correspondiente a los dividendos de las acciones subyacentes que distribuya la sociedad emisora durante el periodo de vigencia contractual. Se trata de un pacto de redistribución o re-transferencia de los importes equivalentes a dividendos repartidos por la sociedad emisora, habitual en los swaps de retorno absoluto de rendimientos. El pacto obliga al Pagador de Revalorización Bursátil a abonar a la contraparte el importe de las cantidades abonadas en concepto de

7. Tan pronto concluya la operación, el interlocutor, sin perjuicio de las demás obligaciones de información legalmente establecidas, remitirá a la CNMV y hará pública una comunicación con los datos siguientes de la operación.

dividendos distribuidos por la sociedad emisora de las acciones, en proporción al número de acciones del swap²⁷².

La percepción del pago, si se ha pactado, es independiente de si el intermediario financiero ha adquirido las acciones previamente, como cobertura del swap. En el supuesto más habitual, la redistribución del importe correspondiente a los dividendos satisfechos trae causa de la titularidad de un número de acciones equivalente al importe nominal del contrato y comprende tanto los dividendos ordinarios y extraordinarios, como cualesquiera otros frutos de las acciones, tales como dividendos por asignación gratuita de acciones procedentes de aumentos de capital social liberados con cargo a reservas (art. 303.1 LSC) (“script dividends”), primas de asistencia a juntas, etc.²⁷³.

Las acciones quedan así despojadas del derecho económico fundamental del socio en las sociedades de capital a la percepción de los dividendos repartidos. La función del Pagador de Revalorización Bursátil queda reducida en este extremo a ser un mero gestor de cobro de los dividendos de las acciones²⁷⁴. Recibe los dividendos de las acciones, para su gestión de abono al Pagador de Tipo Variable en el plazo acordado.

²⁷² PARKER, E., “Overview and ...”, *op. cit.*, pp. 74 y ss; AICHER, R.D., *Derivatives...*, *op.cit.*, 12-19.

²⁷³ El siguiente ejemplo tomado de una confirmación de swap sobre acciones ilustra, de manera práctica y en la redacción financiera (no jurídica) habitual, las convenciones habitualmente utilizadas para el pago de las cantidades equivalentes a dividendos:

PAGADOR DE DIVIDENDOS: El Intermediario Financiero/Pagador de Revalorización Bursátil.

PERCEPTOR DE DIVIDENDOS: El Cliente/Pagador de Tipo Variable

IMPORTE DEL DIVIDENDO: 100% x Dividendo x Número de acciones del contrato.

FECHA DE PAGO DE DIVIDENDOS: Fecha de distribución del dividendo a los accionistas, D+2.

²⁷⁴ Esta es la gráfica expresión utilizada en la Consulta Tributaria Vinculante de 16 de diciembre de 2013 (núm. V3608-13), para referirse a la función del titular formal de las acciones subyacentes que recibe los dividendos: “[...] en el marco de la operación de financiación de la entidad consultante”, actúa como “un mero gestor de cobro de los dividendos de las acciones de la sociedad”. En parecidos términos se manifiesta la resolución del ICAC a la consulta número 3 de marzo de 2014 (BOICAC N° 97/2014) al afirmar que el contrato de “equity swap” es un contrato de intercambio de flujos de efectivo, en cuya

Desde la óptica financiera, el racional del derecho a la recepción de los pagos equivalentes a los dividendos distribuidos se explica en el equilibrio de las posiciones contractuales existente en el swap. Los swap sobre acciones son instrumentos financieros de efecto económico equivalente a la titularidad de las acciones. La titularidad de las acciones afectas al contrato puede ser real o teórica. Entra dentro de la lógica financiera del swap que la parte que se compromete a realizar pagos de efectivo calculados mediante la aplicación de un tipo de interés sobre el nominal, y asimismo, asume la obligación de pago de las pérdidas sin ser titular en el registro de anotaciones en cuenta de las acciones, pueda beneficiarse igualmente de las ganancias de accionista como titular de la propiedad económica de los valores subyacentes.

1. Licitud del pacto de redistribución

El pacto de redistribución, o de re-transferencia del importe equivalente a los dividendos distribuidos, es lícito al amparo de la autonomía privada de la voluntad y entendemos que no supone una vulneración de los principios configuradores de la posición de accionista. Formalmente no hay ruptura de la correlación entre la titularidad de las acciones y el derecho al dividendo que establece el art. 275 LSC cuando se refiere al reparto de dividendos en proporción al capital social²⁷⁵. El pago de los dividendos correspondientes se efectúa al titular de las acciones sin ruptura de proporcionalidad, que deberá abonar el importe percibido, neto de retenciones fiscales en origen, al Pagador de Tipo Variable en el importe total correspondiente al dividendo repartido por

virtud, una sociedad “*se obliga a pagar un interés (fijo o variable)*” y la contraparte “*se compromete a entregar el dividendo recibido por su inversión*” en la sociedad emisora.

²⁷⁵ MUÑOZ, A.F, *Los derivados financieros...*, op. cit., pp. 121 y 201.

acción multiplicado por el número de acciones del swap. Si se incumple el pacto, el Pagador de Tipo Variable no podrá reclamar su abono a la sociedad emisora, aunque si podrá ejercitar las acciones de indemnización correspondientes frente al Pagador de Revalorización Bursátil por incumplimiento del swap.

Por ello resulta discutible que las cantidades percibidas por el Pagador de Tipo Variable puedan conceptuarse como dividendos en el sentido societario tradicional de reparto de las ganancias por título de accionista. El perceptor no basa su derecho al dividendo en la relación societaria de accionista. Su título no es de participación social, sino de naturaleza contractual, en virtud del swap de acciones. Además, la titularidad de las acciones puede ser meramente teórica, o nocional, y no estar respaldada por una adquisición de cobertura de las acciones, sin que en este último caso el Pagador de Tipo Variable deje de ostentar el derecho a la percepción de la cantidad equivalente al dividendo distribuido.

2. Los casos de acciones propias

La práctica de mercado en los swaps sobre acciones individuales establece el pacto de redistribución de dividendos, pero puede haber supuestos en que no haya lugar al pago de las cantidades satisfechas por dividendos. Ocurre así en la operativa sobre acciones propias para la cobertura de los planes de opciones o sistemas retributivos referenciados al valor de las acciones. La adquisición de acciones mediante persona interpuesta para la cobertura del plan se considera equivalente a la autocartera cuando existe derecho a liquidar en especie comprando los valores subyacentes (art. 40 RDT).

Se aplica en este caso el régimen de suspensión de derechos económicos previsto en el LSC, atribuyendo proporcionalmente el dividendo que corresponda a las acciones afectas al resto de las acciones en circulación (art. 148 a) LSC), excepción hecha del derecho a la asignación gratuita de las acciones.

3. *Términos de pago*

En lo que respecta a los términos de pago, las cláusulas del documento de confirmación pueden incluir distintas alternativas respecto a la fecha de abono del dividendo declarado, pudiendo acordarse el pago una vez se haya una vez adoptado formalmente el acuerdo de distribución de dividendos por el Consejo de Administración de la sociedad emisora o una vez que el dividendo se haya hecho efectivo a través de las entidades participantes en Iberclear. De cara a su efectivo abono, los contratos suelen establecer el abono de estas percepciones en el día hábil siguiente a su recibo mediante transferencia a la cuenta corriente designada por el Pagador de Tipo Variable en la confirmación.

C) CESIÓN DEL DERECHO DE VOTO DE LAS ACCIONES SUBYACENTES

1. *Planteamiento*

A lo largo del presente estudio hemos analizado en diferentes secciones la utilización del swap sobre acciones con múltiples fines corporativos, para adquirir participaciones significativas de sociedades cotizadas, o tomar posiciones no declaradas de cara a evaluar la posible toma de control. También hemos analizado como el swap

sobre acciones se utiliza como instrumento del activismo accionarial en las sociedades cotizadas.

La cesión de los derechos de voto de las acciones subyacentes al swap de acciones se plantea en dos situaciones esencialmente diferentes. Los swaps con intermediarios financieros interpuestos pueden establecer la cesión del derecho de voto al cliente-comprador del swap, a través de la delegación del derecho de voto para cada junta general que celebre la sociedad (art. 524.2 LSC). La cesión del voto en las juntas generales se incluye, si se ha pactado, entre el elenco de obligaciones asumidas por la entidad intermediaria en el pacto de interposición bursátil con el cliente, en el contexto de operativas de cobertura del riesgo de subida del precio de cotización de las acciones susceptibles de liquidación incondicional o discrecional mediante compraventa de los valores. Es un pacto entre las partes al margen del documento de confirmación de la operación, que permanece oculto a terceros si no se superan los umbrales de notificación de derechos de voto conexos a instrumentos financieros que obligan a declarar la posición del intermediario interpuesto, a partir del 3% de los derechos de voto. En este último caso, la relación de interposición aparece explicitada en el apartado 10 (Información Adicional) de los modelos de notificación de derechos de voto conexos a instrumentos financieros que se remiten a la CNMV, pudiendo inferirse en tales casos, la cesión del voto. No hay duda aquí de los roles que asume cada parte: el de persona interpuesta, a cargo del intermediario financiero delegante (Pagador de Revalorización Bursátil) que actúa como custodio de las acciones afectas al swap; y el de Pagador de Tipo Variable, por el cliente, como titular del instrumento financiero de swap.

En un contexto distinto al anterior, los derechos de voto conexos a las acciones subyacentes al swap pueden ser cedidos a inversores activistas y fondos de inversión libre interesados en ejercitar el derecho de voto con objeto de influir en las políticas de gestión de la sociedad, tomar parte en procesos de reestructuración en marcha, y, en general, beneficiarse de una posición en derivados tratando de anticipar la evolución bursátil de la sociedad objetivo. La contraparte en este tipo de operativa es un fondo de inversión libre (“hedge fund”) o inversores profesionales interesados en la rentabilidad absoluta en todas las situaciones del mercado, de riesgo alcista o bajista, aunque las operativas bajistas interesadas en el descenso del precio de cotización suelen canalizarse a través del préstamo de acciones, más que a través de “equity swaps”²⁷⁶. El pacto de cesión del derecho de voto se instrumenta mediante el compromiso de delegación del derecho de voto, en las juntas generales que celebre la sociedad.

El tema plantea la legalidad societaria de los acuerdos de cesión onerosa del derecho de voto en los swaps sobre acciones, dentro del fenómeno del Derecho de sociedades que analiza la disociación de los derechos de accionista a través de negocios jurídicos separados. Se plantea en sociedades cotizadas de cierta capitalización bursátil, con un elevado capital flotante. El contrato de permuta financiera se utiliza para canalizar la cesión onerosa de los derechos políticos: el derecho de voto se cede a cambio del pago de contraprestación, implícita en el coste financiero del swap. Es un pacto contractual que, cualquiera que sea su forma en los casos en que se documenta (v.gr., usufructo de acciones, acuerdo de transferencia oneroso, pacto de delegación),

²⁷⁶ KRISHNAN C. N. V., PARTNOY, F., RANDALL, T., “Top Hedge Funds: The Importance of Reputation in Shareholder Activism”, Vanderbilt University - Law School; European Corporate Governance Institute (ECGI) August 2, 2015, [en línea] http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2589992##, [consulta: 30 de septiembre de 2015].

necesita del complemento auxiliar de la delegación de voto por parte del intermediario financiero, a favor del cliente para cada junta general.

2. *El debate sobre la cesión onerosa del derecho de voto en los swaps sobre acciones*

El debate en torno a la posible ilicitud de los pactos de compra de voto ha sido extensamente abordado y se ha centrado, fundamentalmente, en los aspectos relativos a las consecuencias de la disociación de los derechos políticos (situaciones de voto vacío) en los principios configuradores de las sociedades de capital, quizás más cercanos al análisis económico de los negocios de desdoblamiento de las acciones²⁷⁷. Hay unanimidad en la doctrina en destacar que los negocios jurídicos que descomponen separadamente los derechos del accionista suponen una ruptura del principio de proporcionalidad y del principio de indivisibilidad de las acciones (arts. 96.2, 188.2 LSC). En análisis recientes con motivo de la aprobación de la Ley 25/2011, de 1 de agosto, de reforma parcial de la LSC, algunos sectores han sostenido que la tenencia indirecta de carácter no institucional y no asociada a la depositaria de valores quedaría fuera del marco normativo de la LSC, carente de regulación²⁷⁸. Estos planteamientos no

²⁷⁷ V. SPAMANN, H., “Derivatives trading and negative voting”, Harvard, John Olin Centre for law, Economics and Business, Discussion Paper No. 730, 09/2012, pp. 3-8.

²⁷⁸ En el análisis realizado sobre las situaciones de tenencia indirecta de valores por parte del Centro de Buen Gobierno Corporativo, MATEU DE ROS plantea algunas cuestiones de gran calado sobre la ilicitud o la simulación de la causa de los swaps sobre acciones: “[...] *La segunda cuestión nos sitúa en la incertidumbre sobre la propia validez legal de la cesión de voto en Derecho español. La facultad de votar sin riesgo económico resultado de la contratación de los “equity swaps” o contratos de permuta financiera sobre acciones, de los contratos de opción o de futuro sobre acciones o de los préstamos de valores, puede llegar a violentar el principio de proporcionalidad o correlación entre el capital y el derecho de voto (artículos 96.2 y 188.2 LSC) y el principio de indivisibilidad de la acción como expresión de la condición de socio. El principio de proporcionalidad explica que los socios tienen un incentivo adecuado para conformar la decisión de la sociedad cuando asumen sobre su propio patrimonio los*

obvian la existencia de un título de naturaleza contractual de actuación sobre los derechos de voto de las acciones subyacentes al swap, pero plantean la ilicitud del pacto de cesión del voto, por contrarias según este planteamiento a los principios configuradores de la sociedad anónima (proporcionalidad e indivisibilidad), cuando se sitúan como puras operativas de compra de voto, al margen del marco regulador de la delegación de representación para las juntas generales²⁷⁹.

A nuestro juicio, el debate respecto la licitud de los negocios de cesión del derecho de voto en los swaps y restantes derivados que referencian acciones debería partir de las normas y principios que regulan el ejercicio de los derechos de los

riesgos económicos implícitos en sus decisiones. El principio de indivisibilidad supone que los derechos y obligaciones vinculadas a la posición jurídica de accionista no pueden ser objeto de escisión o desvinculación en contra de la Ley, los Estatutos sociales o el interés social, por imperativo de los principios configuradores del tipo de la sociedad anónima (art. 28 LSC). Para este autor, la tenencia indirecta con cesión de derechos de voto ha de ser objeto de análisis jurídico casuístico y singular ya que puede presentarse en una tipología muy diversa de negocios jurídicos, sin que pueda establecerse una ilicitud general, “[...] pero sí existirá una duda seria de legalidad cuando se pruebe que el contrato responde como causa exclusiva o principal al fin instrumental de canalizar una cesión onerosa del derecho de voto (“compra de votos”), sobre todo si esa cesión se realiza con una finalidad de fraude u ocultación. Si la cesión del derecho de voto, fuera del marco específico de la representación para una Junta general de accionista, es un negocio prohibido en Derecho español por adolecer de causa ilícita desde el punto de vista de los principios institucionales de la sociedad anónima, la vestidura formal que la cesión adopte no permite sanar el vicio de nulidad de origen.” (V. MATEU DE ROS, R., *La tenencia indirecta de acciones y el derecho de voto en las sociedades cotizadas tras la ley 25/2011, de 1 de agosto, de reforma parcial de la ley de sociedades de capital*, Centro de Buen Gobierno Corporativo, 2011, pp. 15 [en línea] <http://centrogobiernocorporativo.ie.edu/wp-content/uploads/sites/87/2013/11/Inv-Pub-CGC-2011RMROctubre.pdf>) [consulta: 30 de septiembre de 2015].

²⁷⁹ Los Profs. ALONSO UREBA y RONCERO se habían pronunciado, de forma muy fundada, contrarios a la cesión autónoma, separada e independiente del derecho de voto, por contrarios a principios configuradores de la sociedad anónima (v. ALONSO UREBA, A., RONCERO, A., “Sobre la admisibilidad en Derecho español vigente de las operaciones de captación del derecho de voto de accionistas en sociedades cotizadas: solicitud de representación, derivados financieros y compra de votos”, *Estudios Jurídicos sobre...*, *op. cit.*, pp. 700-701; pp. 703); tras la lectura de la STS de 12 de noviembre de 2014, sigue flotando la duda, planteada por los citados autores, sobre la admisibilidad de la cesión onerosa, abstracta y autónoma, aunque quizás este planteamiento haya dejado de ser un argumento válido para los derivados financieros sobre acciones con cesión de voto que tengan “causa lícita”, de los que surgen derechos de naturaleza contractual (arts. 5.2 RD OPAs, 24.1 d) RDT), a la vista de la cita en la STS de referencia de las normas de transparencia (especialmente por el recurrente), de las que se hace eco la citada STS.

accionistas con derecho a voto en las sociedades cotizadas, desde la ordenación positiva del mercado de valores. En nuestra legislación de transparencia bursátil existen un conjunto de disposiciones normativas sectoriales, dispersas, pero no contradictorias ni incompatibles entre sí, favorables al reconocimiento jurídico de validez de la cesión onerosa del derecho de voto, que permiten afirmar que la cesión del derecho de voto bajo contraprestación cuenta con cierta tipificación, indirecta e inferida del régimen de transparencia de la información de emisores.

Así, el art. 24.1 (b) del RDT se refiere de forma específica al deber de notificación de los acuerdos con terceros que prevean la transferencia temporal y “*a título oneroso*” de los derechos de voto cuando se alcancen, superen o reduzcan los porcentajes de derechos de voto correspondientes. El apartado d) del art. 24.1 RDT regula la notificación de los acuerdos de constitución de un derecho de usufructo sobre acciones. Más abiertamente, el art. 5.2 del RD OPAs prevé reglas muy concretas de atribución de los derechos de voto ostentados “*por cualquier título de naturaleza contractual*”, a la persona obligada a formular la OPA. Las posturas favorables a esta tesis plantean que la finalidad de la normativa de transparencia no es única y exclusivamente la regulación de la transparencia²⁸⁰. En ciertos casos establecen, de forma sustantiva y con alcance material, los elementos que debe reunir el acuerdo para su validez.

²⁸⁰ V. GARCÍA DE ENTERRÍA, J. “Oferta pública de adquisición...”, *op. cit.*, pp. 164, que califica las reglas generales sobre la indivisibilidad, en particular en el contexto que analiza de OPAs, como “apogema jurídico”: “[...] *En efecto, la regla general en nuestro ordenamiento societario es que los derechos de voto son indisociables de la acción y no pueden circular al margen de esta. Pero dejando de lado que en el moderno tráfico jurídico este principio tiene más de apogema jurídico que de verdadera realidad, por la creciente relevancia de –en particular en el contexto de OPAs, de muy variados instrumentos derivados que permiten desacoplar los derechos políticos de la rentabilidad económica de las acciones*”); V. también FERNÁNDEZ-RAÑADA, C., “El nuevo régimen de transparencia: la Ley 6/2007 y el Real Decreto 1362/2007”, en *RDMV*, 2008, pp. 583-584.

Siguiendo esta línea interpretativa, la lógica de los silogismos jurídicos podría llevarnos a considerar que si la normativa de transparencia prevé abstractamente la notificación de los acuerdos e instrumentos financieros que documentan la cesión “onerosa y temporal” de los negocios de cesión del derecho de voto, es porque no son negocios prohibidos.

3. *La STS de 12 de noviembre de 2014: Licitud de la cesión onerosa del derecho de voto bajo contraprestación en el marco de la delegación del voto*

La problemática de la ilicitud de los negocios de cesión onerosa de los derechos de voto ha sido analizada por el Tribunal Supremo en la importante STS de 12 de noviembre de 2014²⁸¹, que aunque no tiene valor de jurisprudencia (art. 1.6 CC), explicita un criterio contundente favorable a la cesión onerosa del derecho de voto bajo contraprestación o ventaja patrimonial²⁸². La posición mantenida por el Tribunal Supremo, cuyo criterio podría sintetizar una interpretación general para todas las situaciones de delegación del derecho de voto, resulta de extraordinaria relevancia sectorial para los derivados financieros, al tener origen la controversia judicial analizada entre los recurrentes en la aprobación en junta general de acuerdos sociales de modificación estatutaria destinados a impedir el ejercicio del derecho de voto por delegación de las contrapartes cesionarias en swaps y otros derivados financieros sobre acciones.

²⁸¹ STS (Sala de lo Civil), de 12 de noviembre de 2014 (RJ 2014/6461).

²⁸² V. un comentario a la STS de 12 de noviembre de 2014, abordando las cuestiones jurídicas del contencioso entre las sociedades ACS e Iberdrola respecto a las reformas estatutarias aprobadas encaminadas a suspender el derecho de voto en ciertos casos, en HERRERO MORANT, R., “La cesión del derecho de voto en la sociedad cotizada. (A propósito de la Sentencia núm. 608/2014 del Tribunal Supremo, Sección 1, Sala de lo Civil, de 12 de noviembre de 2014)”, en RMV, núm. 15, 2014, pp. 2-26.

El planteamiento del Tribunal Supremo considera nulas las cláusulas incluidas en estatutos sociales que prohíban con carácter general la cesión del derecho de voto, por resultar contrarias al art. 522 LSC y al art 10.1 de la Directiva 2007/36/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 11 de julio, sobre el ejercicio de determinados derechos de los accionistas de sociedades cotizadas.

La STS resulta diáfana al expresarse en términos muy claros sobre la nulidad de las cláusulas contenidas en los acuerdos sociales impugnados (v. Fundamento Jurídico Tercero): “[...] *La titularidad de las acciones permite al accionista disponer de los derechos inherentes a tal titularidad, y en concreto, permite la cesión del derecho de voto, articulada mediante el otorgamiento de representación. Por tanto, tal cesión del derecho de voto, sea onerosa o gratuita, no es contraria al ordenamiento jurídico. De ahí que las normas sobre transparencia exijan la notificación de la transferencia temporal y a título oneroso de los derechos de voto asociados a las acciones cuando se trate de participaciones significativas, lo que es indicativo de su licitud. Ello no es incompatible con que el representante deba emitir los votos con arreglo a las instrucciones del accionista al que representa, como también exige la directiva comunitaria, y que ello le sea exigible por el accionista que delegó en él el ejercicio del derecho de voto al otorgarle su representación.*

La interpretación de las normas de la LSC y de la Directiva 2007/36/CE que regulan el derecho del socio a participar en la junta general de la sociedad cotizada por medio de representante llevaría implícita la nulidad, “*por contrario a la ley*”, de los acuerdos sociales que incluyan propuestas de redacción estatutaria similar. La STS de 12 de noviembre de 2014 acepta la argumentación de la parte recurrente respecto a la

validez de los acuerdos de transferencia temporal y a título oneroso de los derechos de voto asociados a las acciones, siempre que vaya acompañada de la necesaria información de transparencia a través de las notificaciones que correspondan al supervisor de la situación de tenencia indirecta de acciones a través de swaps.

En la valoración crítica de la sentencia, lógicamente a toro pasado, nos parece que el Tribunal Supremo ha acertado para este caso particular referente a una cláusula estatutaria, aunque no resuelve las cuestiones de licitud del “vote buying”. A la par que declara nulas las cláusulas estatutarias que impiden la delegación del derecho de voto a cambio de contraprestación (v.gr., cláusulas de cesión de derecho de voto en contratos de swaps sobre acciones y otras operativas con derivados sobre acciones que supongan cesión temporal y onerosa), que considera frontalmente contrarias a la Directiva 2007/36/CE y al acervo de normas de transparencia de nuestro Ordenamiento de transparencia bursátil (que el recurrente relaciona de forma muy precisa), deja abierta la posibilidad -como medida de defensa frente a los accionistas en situación de conflicto “estable”-, de admitir la validez de las cláusulas estatutarias que permitan la suspensión del derecho de voto en junta general del accionista en situación de conflicto de interés con la sociedad emisora, por parte del Presidente de la junta en uso de sus facultades, si la cláusula estatutaria de privación del voto se planteara en términos precisos, objetivos y no discrecionales o ambiguos.

Sin embargo, la STS de 12 de noviembre de 2014 únicamente confirma la cedibilidad del derecho de voto a través del instituto de la delegación, en el marco específico de la representación para cada junta general de accionista. En nuestra opinión, el criterio de interpretación que pueda inferirse de la STS limita las políticas

corporativas de gestión defensiva en junta general frente al voto indirecto de los accionistas aparentes, o frente al voto cedido a las contrapartes de los derivados sobre acciones, pero no prejuzga -en absoluto- la posible viabilidad judicial de las acciones de impugnación que sean procedentes si la causa de la cesión del voto es la solicitud de delegación masiva, para la adopción de acuerdos sociales que supongan un interés económico negativo para la sociedad.

IV. OBLIGACIONES DEL PAGADOR DE TIPO VARIABLE

La posición jurídica de Pagador de Tipo Variable corresponde al cliente interesado en neutralizar el riesgo de subida del precio/nivel de cotización de las acciones o del índice bursátil en la operativa de posiciones largas, y, viceversa, al intermediario financiero que asume el riesgo de bajada en la cobertura de las posiciones bajistas frente al cliente interesado en neutralizar la caída de la cotización de las acciones o del índice²⁸³. En uno u otro caso es distinta la contraparte que asume la posición del Pagador de Tipo Variable. A continuación analizamos las obligaciones que el Pagador de Tipo Variable asume en el contrato.

A) PAGOS DE EFECTIVO CALCULADOS SOBRE UN TIPO DE INTERÉS

El pago de liquidaciones de efectivo calculadas por referencia a un tipo de interés, durante el plazo de vigencia del contrato, constituye la obligación fundamental del

²⁸³ V. los Criterios de la CNMV para la comunicación de operaciones sobre instrumentos financieros OTC de julio de 2008 y 29 de noviembre de 2013: “[...] *Para las operaciones sobre contratos derivados, se considerará: COMPRADOR: aquella contraparte del instrumento financiero que se beneficiaría de subidas de precio del subyacente o la referencia. VENDEDOR: la contraparte que se beneficiaría ante bajadas de precio del subyacente o la referencia.*”.

Pagador de Tipo Variable. Los pagos de efectivo calculados mediante la aplicación de un tipo de interés sobre el importe nominal del swap son satisfechos por el cliente al intermediario financiero en la cobertura del riesgo de las posiciones alcistas, y, viceversa, al cliente por el intermediario financiero en la cobertura del riesgo de las posiciones bajistas.

Esta obligación representa el deber de prestación fundamental a cargo del Pagador de Tipo Variable, causa individual de la formalización del swap por parte del Pagador de Revalorización Bursátil (art. 1.274 CC). Su configuración es la de una obligación de pago de efectivo de tracto sucesivo, que no se ve afectada por las vicisitudes aleatorias de la operación derivadas de la evolución favorable o desfavorable de las acciones subyacentes o del índice bursátil de referencia. Es una obligación de pago no sujeta en su exigibilidad a un hecho futuro o incierto, o a condición suspensiva. Su importe puede ser mayor o menor en cuantía, pero nunca incierto o aleatorio en su ocurrencia jurídica, salvo que se diera una situación excepcional de tipos de interés negativos y en la operación no se hubiese pactado añadir un margen diferencial al tipo de referencia.

1. Naturaleza financiera de las liquidaciones calculadas sobre un tipo de interés

La cobertura de gestión del swap sobre acciones involucra en la gran mayoría de los casos la compraventa de contado de las acciones, en el mercado o al cliente. En los swaps sobre índices bursátiles el riesgo de mercado puede gestionarse contra el balance de la entidad, o puede cubrirse con la contratación de una opción OTC a otra contraparte

financiera. Para cubrir el riesgo de mercado inherente a la posición, se contratan coberturas de coste financiero explícito para el Pagador de Revalorización Bursátil²⁸⁴. Las liquidaciones de efectivo calculadas mediante la aplicación de un tipo de interés sobre el nominal del swap vendrían a liquidar al intermediario financiero los costes inherentes a la financiación de una posición abierta y fondeada en el swap por cuenta de la contraparte, sobre las acciones subyacentes o el índice bursátil de referencia²⁸⁵.

Para que las prestaciones de las partes sean financieramente equivalentes, ambas prestaciones deben ser conmutativas al inicio de la relación negocial. Se considera que la posición de partida está equilibrada cuando el valor neto presente de los flujos de caja descontados en concepto de los futuros pagos de efectivo referenciados al tipo de interés pactado en el swap (calculados en la fecha de contratación sobre la referencia de tipo de interés utilizada), es, al menos, equivalente al valor neto presente de la revalorización esperada de las acciones o del índice de referencia²⁸⁶ durante la vigencia del swap.

2. Naturaleza jurídica de los pagos calculados por referencia a un tipo de interés

La controversia judicial surgida respecto a la calificación concursal del crédito resultante de la liquidación anticipada de los swaps de tipo de interés ha generado un debate en la doctrina sobre la calificación de las liquidaciones del swap, como un crédito de intereses. Esta conceptualización de las liquidaciones del swap respecto a la

²⁸⁴ MUÑOZ PÉREZ, A.F, *Los derivados financieros...*, *op. cit.*, pp. 110, 120.

²⁸⁵ HINNERICH, M., “Pricing Equity Swaps in a Economy with Jumps”, Department of Finance, Stockholm, May 4, 2005, pp. 8. [en línea], https://editorialexpress.com/cgi-bin/conference/download.cgi?db_name=QMF2005&paper_id=102 [consulta: 15 de septiembre de 2015].

²⁸⁶ PARKER, E., “Overview and ...”, *op. cit.*, pp. 76.

posición deudora, como una deuda de intereses, tiene su origen en algunas resoluciones judiciales de los Jueces de lo Mercantil (singularmente, en la SJM núm. 4 de Barcelona de 28 de septiembre de 2009²⁸⁷). La tesis de la vinculación fue acogida por los Jueces de lo Mercantil en las Conclusiones del Seminario de los Jueces de lo Mercantil de Barcelona de 21 de enero de 2010 y 1 de febrero de 2010²⁸⁸.

La aplicación con carácter extensivo de los mecanismos de subordinación del artículo 92 de la LC en los swaps de tipo de interés, que constituye la esencia de la tesis de la vinculación y que conduce inexorablemente a la subordinación del crédito en caso de concurso, puede considerarse actualmente minoritaria en la posición de los Jueces de lo Mercantil. Al respecto, la doctrina y la interpretación judicial mayoritaria ha combatido esta calificación, que supone una completa desnaturalización de la conceptualización jurídica de los swaps como instrumentos financieros derivados²⁸⁹. Sin poder sintetizar de forma exhaustiva la batería de argumentos utilizados, el denominador común de las argumentaciones judiciales y doctrinales se fundamenta en la radical diferencia de causa y de función económica que cumplen los pagos de intereses devengados en los contratos de financiación, y los pagos de efectivo bajo el swap calculados por referencia a un tipo de interés. En el primer caso, los pagos de

²⁸⁷ SJM núm. 4 de Barcelona de 28 de septiembre de 2009 (AC 2009/2105).

²⁸⁸ V. el planteamiento de la tesis de la vinculación, para las permutas financieras de intereses, en las Conclusiones del Seminario de los Jueces de lo Mercantil de Barcelona de 21 de enero de 2010 y 1 de febrero de 2010; “Tratamiento concursal de los créditos derivados de instrumentos financieros confirmados en el marco de un acuerdo de compensación contractual” en *Revista Jurídica de Cataluña*, núm. 11., II, 2011, pp. 9-10; una valoración crítica a las conclusiones de los Jueces de lo Mercantil, especialmente a la tesis judicial de la “vinculación” de los swaps a operaciones de cobertura de pasivo, puede verse en CUENCA, S., “La (imposible) aplicación del artículo 59 de la Ley Concursal a las permutas financieras de intereses (IRS)”, *Actualidad jurídica Aranzadi*, núm. 798, 2010, pp. 3.

²⁸⁹ DÍAZ RUIZ, E., RUIZ BACHS, S., “Los pagos en las permutas financieras sobre tipos de interés (*interest rate swaps* – IRS) no son intereses”, en *Diario La Ley*, 2127/2010, nº 7387, 23 de abril de 2010, pp. 5-10; OLIVENCIA, M., “Calificación concursal del...”, *op. cit.*, pp. 52.

intereses retribuyen la disposición de un capital ajeno prestado o acreditado y susceptible de disposición, circunstancia esta que falta por entero en el swap, que no es un contrato remuneratorio, sino de cobertura de riesgos financieros. El importe nominal del swap, sobre el que se aplica el tipo de interés pactado, es un capital ficticio que no responde a ninguna transmisión de capital, por lo que en el swap los pagos de efectivo calculados mediante la aplicación de un tipo de interés no son técnica ni jurídicamente asimilables a intereses. Las liquidaciones están referenciadas a un tipo de interés, pero no son pagos de intereses al modo en que estos se devengan en el préstamo mercantil.

Si este planteamiento ya resulta evidente en el swap de tipos de interés, es todavía más acusado en los contratos de swaps referenciados a acciones o índices, que replican el movimiento de cotización o variación de dos activos subyacentes distintos. La interpretación contraria conduciría a obviar la configuración jurídica, financiera y contable de las coberturas basadas en derivados, construida en torno al concepto de deuda de valor²⁹⁰. Así parece haberlo interpretado la doctrina jurisprudencial más actual, que ha rechazado en distintas instancias judiciales, la pretendida asimilación de las liquidaciones del swaps de tipos de interés a la categoría de las deudas de intereses, sobresaliendo por su claridad la SAP de Madrid de 18 de mayo de 2015, citando otras en su fundamentación jurídica de apoyo²⁹¹.

²⁹⁰ OLIVENCIA, M., “Calificación concursal del...”, *op. cit.*, pp. 52: “[...] *El capital no constituye en el IRS objeto de una obligación principal, sino simplemente módulo de referencia básica para el cálculo de la cuantía de la prestación que en cada momento proceda.*”

²⁹¹ SAP de Madrid, Secc. 28ª, de 18 de mayo de 2015 (JUR 2015/142524): “[...] *La función que cumple el pago de intereses en el marco de las relaciones contractuales es, en el caso de los de carácter remuneratorio, la de retribuir el uso de un capital ajeno y, en el caso de los de demora, la de actuar como una indemnización por retraso o por incumplimiento - componente resarcitorio- y como mecanismo desincentivador del incumplimiento o el cumplimiento tardío -componente sancionatorio-. En cambio, la causa del swap no es la remuneración de un capital prestado, ni tampoco la de actuar como instrumento para impulsar el cumplimiento de otro contrato, y además*

3. Liquidación del efectivo calculado por referencia a un tipo de interés

La operativa de liquidación de los pagos vinculados a los tipos de interés es una cuestión sujeta a la estructuración financiera de cada concreta operación. No hay un patrón común liquidatorio, aunque el cálculo y liquidación de los pagos referenciados a tipos de interés suele realizarse en períodos de cálculo trimestral o semestral, hasta el vencimiento de la operación.

Las liquidaciones de efectivo calculadas mediante la aplicación de un tipo de interés al nominal en la operativa de los swaps sobre acciones o índices bursátiles suelen referenciarse a un tipo de interés variable, tomando como tipo de referencia alguna de las referencias de liquidación más utilizadas en los mercados interbancarios (Euribor, Libor, etc.)²⁹². Por esta operativa, el intermediario financiero suele liquidar un tipo de interés superior al de las operaciones de financiación de adquisición de las acciones subyacentes. La base de cálculo es el importe nominal total de la operación, calculándose los pagos sobre la base de un año de 360 días, por los días efectivamente transcurridos entre cada período de referencia. El diferencial aplicado sobre el tipo de referencia variable utilizado es libremente negociado entre las partes en atención al

quién haya de ser el que finalmente quede obligado al pago frente a la otra parte será determinado por las oscilaciones de los tipos de interés, porque de ellas derivan los riesgos que las partes quieren cubrir al suscribir este tipo de contratos. Los pagos que se hagan entre las partes en virtud de las permutas financieras sobre tipos de interés no retribuyen nunca un préstamo o un crédito ni se produce una transferencia de capital en concepto de financiación por la entidad de crédito al cliente o viceversa. Las liquidaciones en un swap de tipos de interés se calculan sobre la base de una cantidad teórica (nacional o pactada a efectos de cálculo). Ni la contratación del swap altera las prestaciones propias del préstamo o crédito paralelo ni tampoco la firma del préstamo supone modificación alguna de las prestaciones del swap.

²⁹² RAMIREZ, J., *Handbook of...*, op. cit., pp. 6-7.

plazo, importe nominal y riesgos respectivamente asumidos en la operación de swap (para el intermediario financiero, el riesgo de crédito del cliente; para el cliente, el riesgo de mercado asumido cuando actúa como Pagador de Revalorización Bursátil).

El margen diferencial aplicable al tipo de referencia es menor, o incluso un margen negativo, en los swaps sobre índices bursátiles entre contrapartes financieras, y un diferencial mayor en los swaps sobre acciones individuales con clientes corporativos o inversores profesionales. Puede estructurarse como un margen diferencial fijo, o como un margen variable en función de las calificaciones crediticias (“rating”) que obtenga el Pagador de Tipo Variable. Si mejora la calificación crediticia del Pagador de Tipo Variable durante la vigencia del contrato, disminuye el margen diferencial aplicado, y viceversa. El cálculo del importe de liquidación en cada período corresponde al intermediario financiero, que actúa como agente de cálculo en el swap. El incumplimiento de pago es causa de vencimiento anticipado del swap, sin perjuicio del devengo de intereses de demora al tipo de demora pactado sobre las cantidades impagadas (1.108 CC).

B) PAGO DE LAS PÉRDIDAS DE LA OPERACIÓN

Al igual que la operación puede generar liquidaciones positivas de beneficios en caso de revalorización bursátil, el resultado del contrato puede arrojar pérdidas si el precio de liquidación de las acciones o el índice es inferior al precio de referencia inicial de la contratación. El equilibrio de intereses del contrato impone en estos casos la atribución contractual de la responsabilidad de pago de las liquidaciones negativas de

pérdidas a la contraparte que puede beneficiarse de todo el recorrido al alza por la revalorización bursátil de las acciones o el índice²⁹³.

Esta obligación de pago de las pérdidas debe afrontarse cualquiera que sea la dirección de la cobertura de swap, tanto si el swap se contrató para la cobertura del riesgo de subida de la cotización, como si la operación se formalizó en previsión de una eventual caída de las cotizaciones²⁹⁴. Únicamente cambia la parte contractual obligada al pago de las pérdidas: el cliente en la cobertura de las posiciones largas o alcistas, y el intermediario financiero que presta la contrapartida en la cobertura de las posiciones bajistas o cortas.

En este sentido, la convergencia entre los mercados secundarios y la operativa de contratación OTC en los últimos años ha generado mecanismos contractuales de aseguramiento del pago de las pérdidas para los derivados extrabursátiles, similares a los de los mercados secundarios. La equivalencia de las garantías financieras prestadas en la operativa OTC de los swaps, respecto de las garantías de posición exigidas en los mercados secundarios de derivados, no es en absoluto perfecta. En los mercados de opciones y futuros la medición de las garantías de posición es en tiempo real. El miembro del mercado está habilitado para cerrar la posición en caso de pérdidas, si no se repone el déficit de garantías financieras. La operativa del swap referenciado a acciones o índices prevé en la confirmación que documenta el acuerdo la obligación de aportar garantías financieras fiduciarias (efectivo, valores negociables), fijas y variables, para la cobertura de las pérdidas, latentes y aun no materializadas, respecto del

²⁹³ PARKER, E., “Overview and ...”, *op. cit.*, pp. 79-80.

²⁹⁴ RAMIREZ, J., *Handbook of...*, *op. cit.*, pp. 7.

diferencial de precio de mercado. El plazo de reposición del déficit de garantías financieras es una de las cuestiones de mayor discusión entre las partes.

Llegado el vencimiento, en caso de liquidación negativa, el importe de las pérdidas estará vinculado al coste de cancelación de la cobertura del swap, consecuencia de las pérdidas incurridas en la venta de las acciones en el mercado o en la cancelación de la cobertura OTC sobre el índice bursátil²⁹⁵. Esta liquidación de las pérdidas deberá minorarse en el importe que corresponda a las garantías financieras de efectivo o valores aportados.

C) PAGO DE COMISIONES

El swap sobre acciones o índices sobre es un contrato celebrado entre partes profesionales a las que les presume experiencia en la contratación de derivados, para decidir de forma autónoma la conveniencia de realizar la operación. Son operaciones no asesoradas, en las que el cliente es quien solicita una oferta indicativa para evaluar la conveniencia de contratar el swap. No obstante, puede darse algún caso en que el cliente esté interesado en recibir asesoramiento en la operación. El devengo de comisiones obedecería en este caso al asesoramiento auxiliar de carácter técnico prestado al cliente en el diseño y estructuración del swap, en el marco de una operación corporativa paralela sobre la sociedad emisora de las acciones subyacentes.

El asesoramiento responde en estos casos a una previa petición del cliente. Es un servicio de inversión accesorio que no se considera integrado en la relación jurídica

²⁹⁵ MUÑOZ PÉREZ, A.F, *Los derivados financieros...*, op. cit., pp. 120.

compleja de swap. Tampoco puede considerarse una recomendación personalizada de inversión al cliente (art. 63.1 g) LMV), porque el intermediario no entra a asesorar o a recomendar la conveniencia de comprar o no el instrumento financiero, sino que se limita a prestar un asesoramiento exclusivamente técnico sobre las condiciones financieras más idóneas del swap, para el caso de que el cliente adopte la decisión de contratar el derivado. Toda la información presentada excluye deliberadamente cualquier asesoramiento que pueda reputarse de inversión sobre la conveniencia de comprar o no el instrumento financiero²⁹⁶.

El asesoramiento puede versar sobre el volumen de la operación, el plazo, la posible sindicación del swap entre diferentes bancos de inversión, etc. El pago de la comisión retribuiría la prestación de un servicio de inversión auxiliar en la contratación asesorada del swap, subsumible en alguno de los conceptos de asesoramiento recogidos en el art. 63.2 c) LMV. Aunque es una cuestión sujeta al acuerdo concreto de cada operación, la comisión de estructuración se suele devengar y abonar a la firma del swap, salvo que la efectividad de este última dependa del cumplimiento de alguna condición suspensiva, en cuyo caso será exigible una vez cumplida la condición.

D) APORTACIÓN DE GARANTÍAS FINANCIERAS FIJAS Y VARIABLES

La contratación de instrumentos financieros de swap tiene lugar al margen de los mercados regulados, y, por tanto, entraña un riesgo de crédito por contraparte para el intermediario financiero que actúa de contrapartida. Es una categoría de derivado OTC

²⁹⁶ Sobre los criterios para considerar un servicio de inversión como de asesoramiento de inversiones, v. RODRIGO PEREDA DE PABLO, A., “El concepto de asesoramiento de..., *op. cit.*, pp. 2.

no sujeta a las obligaciones de compensación centralizada obligatoria en las normas técnicas de desarrollo del Regl. EMIR elaboradas por ESMA, debido a la complejidad y a la falta de estandarización contractual.

La aportación de garantías financieras de efectivo o valores negociables adecuadas al perfil de riesgo de cada operación ha pasado de cuestión interna negociable en el marco de la relación bilateral OTC a requisito de imposición legal desde la aprobación del Regl. EMIR. El incumplimiento de las obligaciones de pago bajo el contrato puede comportar pérdidas al intermediario financiero, cuya severidad será más o menos importante en función de la previa aportación de garantías financieras, de ajuste a valor de mercado. Los procedimientos de gestión de riesgo de las entidades financieras que actúan de contrapartida deben establecer el sistema básico de garantías financieras fijas y variables exigibles en la contratación de swaps, con objeto de reducir el riesgo de contraparte a la exposición neta de precio de mercado de las acciones o índices subyacentes.

A estas garantías financieras suelen referirse las convenciones de la confirmación como “colaterales” o garantías de “margen”. En nuestra legislación las garantías financieras sobre colaterales tienen encaje en los acuerdos de garantía financiera del RDLACC, que transpuso la Directiva 2002/47/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 6 de junio de 2002, sobre acuerdos de garantía financiera. El origen de estas garantías financieras es voluntario, a cargo del cliente que contra el swap, como parte obligada a aportar las garantías financieras de carácter fijo o variable a favor del intermediario. Este último queda expresamente eximido en los acuerdos marco de la obligación de aportar garantías financieras de ajuste a mercado de su posición.

Para la exigibilidad posterior de las garantías financieras, la contratación de la operación de swap lleva aparejada la suscripción de un acuerdo marco de realización de cesiones en garantía (en cualquiera de los modelos predispuestos por las asociaciones principales), que a modo de contrato marco de garantías financieras, sirva de soporte para la solicitud de garantías financieras fijas e iniciales, o complementarias y posteriores, mediante la cesión fiduciaria de efectivo o valores en garantía o la constitución de derecho real de prenda sobre valores negociables aceptados como activo de garantía financiera. Ambos tipos de garantías, fiduciaria y pignoraticia, tienen cabida en el régimen de garantías financieras del RDLACC y son garantías financieras especialmente aptas para la operativa OTC de los swaps sobre acciones o índices por su elevada liquidez, realización inmediata y posibilidad de reutilización.

E) OBLIGACIONES DE NOTIFICACIÓN A SUPERVISORES

La tenencia de instrumentos financieros referenciados a acciones puede considerarse, desde el punto de vista de los derechos políticos y económicos objeto de cesión, equivalente a la titularidad de las acciones. La invisibilidad en el mercado que proporciona la operativa de swaps sobre acciones al titular del instrumento financiero no puede ir en menoscabo de las normas de transparencia del mercado de valores, que forman parte del orden público económico. El interés legítimo de los inversores en conocer la identidad de los titulares de instrumentos financieros derivados sobre acciones con derechos de voto prevalece frente a las operativas opacas, especialmente en los casos en los que la comunicación de la participación significativa indirecta pueda

ser relevante para el interés social, o de interés para los inversores en los mercados regulados en los que la sociedad emisora tiene sus acciones admitidas a negociación²⁹⁷.

La contratación de swaps sobre acciones, así como las operaciones de cobertura del intermediario financiero, en principio no generan la obligación de comunicarlas como hecho relevante al amparo del art. 82 LMV, sin perjuicio de los posibles requerimientos de información que la CNMV pueda realizar en cada caso, especialmente si la operación forma parte integrante de un acuerdo parasocial, o se inserta en el marco de un acuerdo estratégico que pueda suponer un cambio de control o la obligatoria formulación de una OPA. No obstante, el clausulado del documento de confirmación del swap sobre acciones puede establecer un derecho incondicional o discrecional del cliente a la adquisición de los valores subyacentes, cuya revelación al mercado es necesario en los casos en que se superan los umbrales de notificación. Todo ello hace necesario contar con un régimen de transparencia que permita a los inversores y al supervisor poder conocer la identidad y derechos de voto conexos ostentados por las personas que tienen el derecho a adquirir las acciones afectas a instrumentos financieros derivados, mediante la divulgación de información exacta, completa y puntual sobre la participación de derechos de voto ostentados.

La obligación de comunicar la participación significativa indirecta sobre las acciones surge *ex lege* de la normativa de transparencia de la LMV y el RDT. No constituye una obligación que resulte de la formalización del contrato. No obstante, la importancia del cumplimiento de los requisitos de transparencia entre las partes, y el

²⁹⁷ Puede verse una caracterización general del régimen de transparencia normativa del RDT, en TAPIA HERMIDA, A., “La transparencia de las sociedades cotizadas: el Real Decreto 1362/2007”, en *RDBB* núm. 108, 2007, pp. 273 y ss.

interés de los terceros en la comunicación, justifica que analizamos las obligaciones de transparencia en el contexto de las obligaciones asumidas por las partes en el contrato.

1. *El régimen de transparencia bursátil de la Directiva 2004/109/CE*

La Directiva 2004/109/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de diciembre de 2004, sobre la armonización de los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores con valores admitidos a negociación, estableció un régimen de información regulada al mercado en el que, además de regular la información pública que los emisores de valores negociables deberían difundir, reguló en detalle las obligaciones de comunicación de participaciones significativas con derechos de voto en las sociedades cotizadas a cargo de los accionistas y de otras personas distintas de los accionistas.

2. *La comunicación de participaciones significativas en el Derecho español: la Ley 6/2007 y su normativa de desarrollo*

Los elementos esenciales de la Directiva 2004/109/CE fueron incorporados al Derecho español con la aprobación de la Ley 6/2007, de 12 de abril, de reforma de la LMV para la modificación del régimen de las ofertas públicas de adquisición y de la transparencia de los emisores. La Ley 6/2007 modificó el art. 53 de la LMV imponiendo las obligaciones de transparencia y notificación de los derechos de voto ostentados en sociedades cotizadas a cualquier persona que, con independencia de la titularidad de las acciones, tuviera “*derecho a adquirir, transmitir o ejercer los derechos de voto atribuidos por las mismas*”.

El desarrollo reglamentario del art. 53 de la LMV llegó con la aprobación del RDT, que culminó la transposición al Derecho español del régimen comunitario de transparencia de la Directiva 2004/109/CE. La aprobación del RDT supuso un gran avance en la transparencia de los mercados españoles, particularmente en lo relativo a la transparencia en la contratación de swaps sobre acciones y otros instrumentos derivados referenciados a acciones. Frente a las rigideces del modelo de comunicación de participaciones significativas del RD 377/1991, la normativa contenida en el RDT, aprobado con posterioridad a la tramitación de la OPA sobre Endesa (en la que el recurso a swaps sobre acciones tuvo incidencia en la OPA), estableció la obligación de comunicación de la participación significativa a la persona “que posea, adquiera o transmita”, directa o indirectamente, instrumentos financieros referenciados a acciones admitidas a negociación con derecho de voto cuando se superan los porcentajes a partir de los que resulta preceptiva la comunicación de la participación significativa a la sociedad emisora y a la CNMV. El régimen normativo de la Ley 6/2007 y el RDT parte de la base de que las acciones que constituyen el subyacente de este tipo de instrumentos financieros conceden derecho de voto.

El RDT fue pionero en el ámbito de la Unión Europea en la publicidad de las situaciones contractuales de derivados financieros sobre acciones, que anteriormente habían quedado al margen de la regulación comunitaria de transparencia en la Directiva 2004/109/CE²⁹⁸. El art. 28 del RDT concretó la obligación de notificación a los titulares de instrumentos financieros que confieran el derecho a adquirir acciones ya emitidas

²⁹⁸ FERNÁNDEZ-RAÑADA, C., “El nuevo régimen de transparencia...”, *op. cit.*, pp. 584; TAPIA HERMIDA, A., “La transparencia...”, *op. cit.*, pp. 273 y ss.; LORRIO, A., “*El impacto de ...*”, *op. cit.*

que atribuyan derechos de voto cuando, como resultado de dichas operaciones, “*esa proporción alcance, supere o se reduzca por debajo de los umbrales del 3 %, 5 %, 10 %, 15 %, 20 %, 25 %, 30 %, 35 %, 40 %, 45 %, 50 %, 60 %, 70 %, 75 %, 80 % y 90 %*”²⁹⁹. En el art. 28 RDT se consideran instrumentos financieros relacionados con valores a los contratos de permuta financiera, así como a otros instrumentos financieros derivados como los contratos a plazo, las opciones, los contratos de cobertura con techo o suelo, etc. reconocidos en la Directiva MiFID³⁰⁰.

3. *El modelo de notificación de la Circular 2/2007 de la CNMV*

El contenido de las notificaciones de instrumentos financieros que confieren derechos de voto tiene cierta relevancia. Se trata de la información comunicada al mercado y existe un interés legítimo de los inversores y de la sociedad emisora a conocer la identidad, derechos de voto y, en general, el máximo detalle posible del adquirente de instrumentos financieros. La CNMV reguló los modelos de notificación para la remisión información en la Circular 2/2007. En el Anexo II de la Circular 2/2007 (modelo de notificación de instrumentos financieros ligados a acciones de sociedades cotizadas para sujetos obligados que no tienen la condición de consejero del emisor) se establece la información necesaria para la identificación del titular del instrumento financiero referenciado a acciones, así como el porcentaje de los derechos de voto atribuidos.

²⁹⁹ Sobre el impacto inicial de la aprobación del régimen de transparencia en los contratos de *equity swap* y derivados, v. LORRIO, A., “*El impacto de ...*”, *op. cit.*

³⁰⁰ El RDT parte de la premisa de que el titular de un instrumento financiero referenciado a acciones susceptible de liquidación en especie goza del poder de disposición real de los derechos de voto y por lo tanto deben de estar sujetos al deber de notificación las personas físicas o jurídicas que posean, adquieran o transmitan los instrumentos financieros; TAPIA HERMIDA, A., “La transparencia...”, *op. cit.*, pp. 273 y ss.

El plazo de notificación a la CNMV de la participación indirecta es muy corto. La comunicación debe remitirse a la sociedad emisora y a la CNMV dentro de los cuatro días hábiles bursátiles. El cómputo del *dies a quo* del plazo para realizar la comunicación depende de la operativa de compraventa. Conforme a la Norma Cuarta de la Circular 2/2007, el plazo de comunicación para operaciones de compraventa en mercado se computa desde los dos días hábiles bursátiles siguientes al de la operación. Para las restantes operaciones (bloques, mercado de operaciones especiales), el plazo se computará desde el día hábil bursátil siguiente a la fecha en que surta efecto. La notificación resulta preceptiva tanto por contratación del instrumento financiero, como en el momento en que el mismo quede cancelado, ya sea por la adquisición de las acciones subyacentes o por otra causa. Para su cumplimentación, el titular del instrumento financiero deberá agregar en la notificación los derechos de voto conexos correspondientes a todos los instrumentos financieros que le confieran un derecho de adquisición de las acciones de la misma sociedad emisora.

El incumplimiento de la obligación de comunicación de la participación significativa constituye una infracción muy grave conforme al art. 99 p) LMV cuando exista negligencia grave, atendiendo a la relevancia de la comunicación no realizada y a la demora.

4. Nueva reforma del régimen de transparencia: la Directiva 2013/50/UE y el Reglamento Delegado 2015/761

El régimen de comunicación de instrumentos financieros se ha completado con la aprobación de dos normas de cierto calado, que vienen a completar el régimen de

transparencia: la Directiva 2013/50/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 22 de octubre de 2013, por la que se modifican la primera Directiva 2004/109/CE de transparencia, y el Reglamento Delegado (UE) 2015/761 de la Comisión, de 17 de diciembre de 2014, por el que se completa la Directiva 2004/109/CE en lo que atañe a determinadas normas técnicas de regulación sobre participaciones importantes³⁰¹.

La Directiva 2013/50/UE contiene dos modificaciones relevantes que afectan a los titulares de instrumentos financieros referenciados a acciones. En primer lugar, la modificación del art. 13.1 contenido en la Directiva 2004/109/CE extiende la obligación de notificación a los titulares de instrumentos financieros derivados referenciados al valor de las acciones, anteriormente excluidos de las obligaciones de comunicación en la Directiva 2004/109/CE, que sin embargo ya estaban incluidos en el ámbito objetivo de nuestro Ordenamiento en el RDT³⁰². Más importante resulta la segunda modificación de la Directiva 2004/109/CE, que obliga a notificar a la sociedad emisora y a la CNMV los swaps y otros instrumentos financieros sobre acciones que superen los umbrales de derecho de voto, aunque su liquidación sea exclusivamente por diferencias en efectivo³⁰³. Por su parte, el Reglamento Delegado 2015/761 obliga a agregar en la

³⁰¹ SÁNCHEZ CALERO, J., “Notificación de participaciones significativas: Reglamento Delegado” en *RDBB* núm. 138, 2015, pp. 300-301.

³⁰² FLORES DOÑA, M., “La extensión del régimen de participación importante a los instrumentos financieros derivados”, *Estudios jurídicos sobre...*, op. cit., pp. 734.

³⁰³ Resulta esclarecedora la lectura del Considerando (9) de la exposición preliminar de la Directiva 2013/50/UE, que justifica la comunicación de participaciones significativas ostentadas a través de instrumentos financieros sobre acciones, omitida en la anterior la Directiva 2004/109/CE, a que “[...] la innovación financiera ha dado lugar a la creación de nuevos tipos de instrumentos financieros que proporcionan a los inversores una participación económica en las empresas, cuya difusión pública no ha sido prevista en la Directiva 2004/109/CE. Esos instrumentos podrían utilizarse para adquirir en secreto acciones en las sociedades, lo que podría dar lugar a un abuso de mercado y a transmitir una imagen falsa y engañosa de la titularidad económica de empresas cuyos valores se admiten a negociación en un mercado regulado. Para asegurar que los emisores y los inversores conozcan plenamente la estructura de la titularidad empresarial, la definición de

notificación todas las tenencias de instrumentos financieros sujetas a requisitos de notificación³⁰⁴.

La Directiva 2013/50/UE ya ha sido implementada a nivel de la LMV en virtud de la Disposición Final Sexta de la Ley 11/2015, dando nueva redacción al artículo 53.3 LMV, extendiendo el régimen de comunicación de participaciones significativas a través de instrumentos financieros a los swaps liquidados por diferencias, al obligar a comunicar a quien adquiera o transmita instrumentos financieros que confieran el derecho incondicional o discrecional a adquirir acciones que atribuyan derechos de voto, *“independientemente de si dan derecho o no a liquidación mediante entrega física de los valores subyacentes.”*³⁰⁵

La nueva vuelta de tuerca del art. 53.3 LMV reviste cierto calado³⁰⁶. Hasta la reforma de la Ley 11/2015, el criterio decisivo incluido en el art. 28 RDT para calibrar si era necesario notificar los swaps sobre acciones era que el titular del instrumento financiero tuviera el derecho incondicional o discrecional a adquirir las acciones

instrumentos financieros de la citada Directiva debe abarcar todos los instrumentos de efecto económico similar a la tenencia de acciones y derechos de suscripción”.

³⁰⁴ Con respecto a los derechos de voto conexos a acciones y a instrumentos financieros sobre acciones, el Considerando (2) del Reglamento Delegado 2015/761 establece que *“con el fin de garantizar una aplicación coherente del principio de agregación”* de todas las tenencias de instrumentos financieros sujetas a requisitos de notificación *“y evitar una indicación engañosa del número de instrumentos financieros vinculados a un emisor que una entidad acogida a las referidas exenciones tiene en su poder”*, que los umbrales aplicables *“a las exenciones relativas a la creación de mercado y la cartera de negociación”* se calculen, de forma conjunta, mediante la agregación de los derechos de voto asociados a acciones y los derechos de voto conexos a instrumentos financieros (esto es, derechos a adquirir acciones e instrumentos financieros que se consideren económicamente equivalentes a acciones).

³⁰⁵ V. el comentario de TAPIA, A.J., “Las líneas básicas de la nueva regulación de las crisis bancarias...”, pp. 16, a la modificación del art. 53.3 LMV.

³⁰⁶ Sobre la nueva reforma de la transparencia de los emisores de valores, v. TAPIA, A.J., “Las líneas básicas de la nueva regulación de las crisis bancarias...”, *op. cit.*, pp. 16.

subyacentes, sin que hubiera necesidad de realizar la notificación si la liquidación del swap sobre acciones era única y exclusivamente por diferencias en efectivo. En este caso se entendía que las acciones no podían ser adquiridas por la propia naturaleza de las obligaciones pecuniarias asumidas.

Con la reforma del art. 53.3 LMV –pendiente de desarrollo reglamentario para su entrada en vigor-, se extiende la obligación de comunicación a todos los derivados referenciados a acciones que superen el umbral de notificación, den o no derecho a adquirir las acciones³⁰⁷. El sistema de liquidación es irrelevante si se superan los porcentajes de derechos de voto. La modificación extiende el deber de notificación a las participaciones significativas indirectas de los swaps de liquidación exclusivamente diferencial, actualmente excluidos del ámbito objetivo del art. 28 RDT. La disposición incluye en su ámbito objetivo otros instrumentos financieros referenciados a acciones como los CFDs, las opciones o los contratos a plazo de liquidación diferencial. El objetivo loable de la reforma es acabar con algunas prácticas irregulares anteriores de difícil detección en el mercado en que incurrían las operaciones de swap intencionalmente formalizadas como de liquidación en efectivo, que posteriormente eran ejecutadas con liquidación mediante compraventa de los valores subyacentes, previa novación modificativa del contrato.

El otro pilar de la reforma, el Reglamento Delegado 2015/761, entrará en vigor el 26 de noviembre de 2015. A su entrada en vigor, los sujetos obligados a la

³⁰⁷ La Disposición Transitoria Sexta de la Ley 11/2015, de 18 de junio, de recuperación y resolución de entidades de crédito y empresas de servicios de inversión establece que las modificaciones introducidas por el apartado Seis de la letra B) de la Disposición final primera, en el artículo 53.3 LMV no serán de aplicación hasta la fecha que determinen las normas de desarrollo.

comunicación deberán agregar en la notificación todas las tenencias de derechos de voto asociados a acciones directamente registradas a su favor así como los derechos de voto conexos a instrumentos financieros referenciados a acciones, incluyendo swaps sobre acciones y otros instrumento financieros ligados a acciones³⁰⁸. Es de prever que, para antes de la entrada en vigor del Reglamento Delegado 2015/761, se aprueben las modificaciones reglamentarias necesarias en el RDT y en la Circular 2/2007³⁰⁹.

5. La falta de transparencia de las participaciones no significativas: Valoración de algunas propuestas de reforma

Con la normativa de transparencia del art 28 RDT, únicamente están sujetos a comunicación a la sociedad emisora y a la CNMV aquellos instrumentos financieros sobre valores cuando la proporción de los derechos de voto alcance el porcentaje del 3% de los derechos de voto. Hasta alcanzar el 3% de los derechos de voto no existe obligación de comunicación de la participación, que no se considera significativa o importante.

³⁰⁸ SÁNCHEZ CALERO, J., “Notificación de participaciones significativas: Reglamento Delegado” en *RDBB* núm. 138, 2015, pp. 300-301.

³⁰⁹ El Considerando (2) del Reglamento Delegado 2015/761 menciona la necesidad de agregar las tenencias de los derechos de voto conexos a acciones y a instrumentos financieros referenciados a acciones, “*con el fin de garantizar una aplicación coherente del principio de agregación*” de todas las tenencias de instrumentos financieros sujetas a requisitos de notificación “*y evitar una indicación engañosa del número de instrumentos financieros vinculados a un emisor que una entidad acogida a las referidas exenciones tiene en su poder*”, que los umbrales aplicables “*a las exenciones relativas a la creación de mercado y la cartera de negociación*” se calculen, de forma conjunta, mediante la agregación de los derechos de voto asociados a acciones y los derechos de voto conexos a instrumentos financieros (esto es, derechos a adquirir acciones e instrumentos financieros que se consideren económicamente equivalentes a acciones).

El porcentaje del 3% puede representar en algunos casos un umbral limitativo al interés legítimo de los inversores a conocer las titularidades directa e indirecta -a través de permutas financieras u otros acuerdos de derivados financieros-. En efecto, un 3% representa un porcentaje de los derechos de voto que se puede considerar menor en una sociedad cotizada poco capitalizada, o que coticen en alguna de las modalidades para los valores de menor liquidez. Sin embargo, un 3% representa un porcentaje de los derechos de voto muy elevado en las sociedades cotizadas de mayor capitalización, como por ejemplo las sociedades que integran el índice bursátil Ibex-35 que concentran la mayor parte de la inversión bursátil, en las que no es posible acceder a ninguna información de titularidades indirectas o beneficiarias que no superen el 3% de los derechos de voto.

En estos casos, la transparencia de las situaciones de derivados sobre acciones es la que las partes voluntariamente quieran dar, ya que si la operación no afecta a la autocartera de acciones propias, o no involucra a consejeros o directivos, no hay obligación legal de realizar ninguna comunicación de participación hasta alcanzar el 3%, ya que esta no es significativa y permanece oculta³¹⁰. Se trata de situaciones en que la sociedad emisora puede desconocer la tenencia indirecta de las acciones en manos del intermediario financiero hasta la siguiente junta general, ya que el intermediario interpuesto no tiene ninguna obligación de revelar la existencia -y menos los pactos- de los contratos financieros que llevan aparejados la cesión del derecho de voto a la contraparte.

³¹⁰ DÍAZ RUIZ, E., "Reflexiones sobre la aplicación de..." *op. cit.*

Para paliar los problemas de transparencia asociados a los derivados sobre acciones no declarados, desde distintos sectores de la doctrina se han propuesto alternativas para la mejora de la transparencia bursátil en las situaciones de disociación del derecho de voto, incluso cuando la participación del titular del instrumento financiero no revista carácter significativo. Estas propuestas tratan de evitar los incentivos a las situaciones de voto vacío que propicia la contratación de instrumentos financieros referenciados a acciones. Así, desde algunas sectores se ha manifestado la conveniencia de comunicar la participación en aquellos casos en los que el tenedor del instrumento financiero tenga un “interés económico negativo” o cuando la única finalidad de la celebración del swap de acciones sea la de poder ejercer el derecho de voto en la junta general de la sociedad³¹¹.

Otros planteamientos defienden extender la obligación de comunicación a todos aquellos que ostentan el poder de decisión derivado de los valores negociables, independientemente de que no sean titulares formales o de que la participación afecta represente un volumen de acciones insuficiente para considerar que existe una participación significativa. Bajo este planteamiento se trataría de capturar todas aquellas situaciones de disociación a través de diferentes figuras contractuales, que actualmente no son comunicadas por no superar el umbral del 3% de los derechos de voto³¹². Otras

³¹¹ PALÁ LAGUNA, R.: “La extensión de deber de comunicación de participaciones significativas en sociedades cotizadas a los casos de disociación entre el derecho de voto y la titularidad de la acción y el ejercicio abusivo del empty voting”, en *RDS* núm. 43, 2014, pp. 240: “*Si bien es cierto que los costes de imponer este deber con carácter general para toda persona física o jurídica son claramente excesivos, debiera incluirse esta obligación, si no en todos los casos, sí al menos en aquellos en los que su interés económico sobre las acciones de la sociedad cotizada fuera negativo y cuando la única finalidad de la celebración de un contrato de derivados financieros o de préstamo de valores sea la de poder ejercer el derecho de voto en la junta general de la sociedad*”.

³¹² ALONSO UREBA, A., RONCERO SÁNCHEZ, A., “Sobre la admisibilidad en Derecho español vigente...”, *Estudios jurídicos sobre...*, op. cit., pp. 724-725.

propuestas abogan por establecer previsiones específicas en las sociedades cotizadas impidiendo, a nivel de los estatutos sociales, el ejercicio del derecho de voto a los accionistas meramente formales y aparentes que carezcan de interés real y efectivo y no actúen de forma plenamente transparente frente a la sociedad.

Esta postura sostiene, en una interpretación extensiva del art. 190 LSC, la incorporación a los estatutos sociales de supuestos adicionales de privación del derecho de voto por conflicto de interés. La posibilidad de acordar pactos limitativos al derecho de voto en los supuestos de conflicto de interés ha quedado debilitada tras la STS de 12 de noviembre de 2014³¹³, comentada anteriormente respecto de los aspectos de cesión

³¹³ La vía estatutaria concebida para la privación del ejercicio del derecho de voto de la “propiedad oculta” de los intermediarios financieros que contratan permutas financieras y otros derivados financieros se ha visto afectada por recientes resoluciones judiciales de relevancia respecto a la interpretación de la existencia de conflicto de interés. De enorme interés resulta la citada STS (Sala de lo Civil), de 12 de noviembre de 2014 (RJ 2014/6461), dictada en el marco del conflicto societario suscitado entre las sociedades cotizadas ACS e Iberdrola por la participación de la primera en la segunda. La SAP de Vizcaya, Secc. 4ª, de 28 de diciembre de 2012 impugnada en casación, estimó parcialmente el recurso de apelación interpuesto por ACS, declarando la nulidad de la redacción modificada del artículo 30.1 de los estatutos de Iberdrola aprobada en la junta general ordinaria de accionistas de Iberdrola de 27 de mayo de 2011, en el inciso concreto que autorizaba la suspensión del derecho de voto de *“los accionistas que se hallen en conflicto de interés”* y *“en general, los accionistas meramente formales y aparentes, que carezcan de un interés real y efectivo y no actúen de forma plenamente transparente frente a la sociedad”*. La STS de 12 de noviembre de 2014 ha confirmado en casación la declaración de nulidad de los incisos del citado art. 30.1 de los estatutos de Iberdrola, confirmando la sentencia de instancia en este extremo, más favorable a Iberdrola en los demás pedimentos. La SAP de Vizcaya de 28 de diciembre de 2012 recurrida en casación apreció “falta de objetividad” del supuesto estatutario de privación del derecho de voto por conflicto de interés, contenido en el citado art. 30.1, determinante, a juicio de la Audiencia, de su nulidad (Fundamento de Derecho Tercero): [...] *“De las premisas expuestas se concluye que es permisible la incorporación a los estatutos de supuestos concretos de privación de derecho de voto por conflicto de interés, siempre que en los supuestos para los que se contemple la suspensión del voto se aprecie objetivamente la posibilidad de conflicto de interés. En los concretos supuestos de suspensión de derecho de voto que se han incorporado a los estatutos de Iberdrola que se refieren a acuerdos que “... les libere de una obligación, les dispense, en el caso de ser administradores de la prohibición de competencia o apruebe una operación o transacción en que se encuentren interesados”, se aprecia objetivamente la eventualidad de conflicto de interés, de lo que es evidencia la coincidencia con supuestos de privación de derecho de voto en las sociedades de responsabilidad limitada (art. 190 TRSC) y obligación de abstención de los administradores en la anónima, por tanto, no se ve razón para su expulsión de los Estatutos. Por el contrario, no se considera admisible la suspensión del derecho de voto*

del derecho de voto. La sentencia ha venido a confirmar en casación la nulidad (ya estimada en grado de apelación) de los acuerdos sociales tendentes a imponer restricciones estatutarias al derecho de voto por conflictos de interés asociados a la titularidad beneficiaria de los intermediarios financieros interpuestos sin “*interés real y efectivo*” en la marcha de la sociedad³¹⁴.

Nos parece, en cualquier caso, que la solución que vaya a darse requiere de una reflexión pausada sobre los objetivos de la regulación de transparencia bursátil, que analice si en los casos de ejercicio del derecho de voto por quien no es accionista se puede derivar un perjuicio para los intereses sociales. Sin duda esta es otra cuestión sujeta a interpretación, ya que la influencia de los inversores activistas (accionistas disidentes, fondo de inversión libres, etc.) en las juntas generales de las sociedades cotizadas puede llegar a resultar beneficiosa teniendo en cuenta la apatía del accionista minoritario en las sociedades de elevado capital flotante y la indiferencia tradicional de los inversores institucionales (fondos de pensiones, compañías de seguro, etc.) en la gestión.

Imponer una mayor carga regulatoria sobre las participaciones no significativas, con condiciones no homologables con las prácticas de transparencia de los mercados más desarrollados, podría dañar nuestro mercado de valores. En este sentido, el límite del 3% de los derecho de voto en la legislación española se puede considerar alto, pero

por conflicto de interés mediante la incorporación de cláusulas genéricas, indeterminadas e imprecisas, con excesivo margen subjetivo de interpretación, como las que representan las formulas "los accionistas que se hallen en, conflicto de interés" y "...en general, los accionistas meramente formales y aparentes, que carezcan de un interés real y efectivo y no actúen de forma plenamente transparente frente a la sociedad", y, por tanto, deberán eliminarse de los Estatutos.

³¹⁴ V. HERRERO MORANT, R., “La cesión del derecho de voto...”, *op. cit.*, pp. 2-26.

es inferior al umbral del 5% para activar la obligación de comunicación que establece el art. 9 de la Directiva 2013/50/UE. De otro lado, ya existe un régimen de publicidad de las posiciones de mercado “negativas” que trasladan beneficios ante descensos en el precio de cotización de las acciones en la regulación de las ventas en corto del Reglamento (UE) núm. 236/2012.

El legislador español debería ser cauteloso y esperar el debate de las propuestas de reforma legislativa procedentes de las instituciones europeas. Ni en la Directiva 2013/50/UE de 22 de octubre de 2013 ni en el Reglamento Delegado 2015/761 de 17 de diciembre de 2014 se contienen otras reformas que vayan más allá de la notificación de los instrumentos financieros que excedan del umbral del 3%³¹⁵.

V. LOS MODELOS DE TRANSPARENCIA BURSÁTIL DE LOS DERIVADOS SOBRE ACCIONES EN EL DERECHO COMPARADO

Nos referíamos antes en el Capítulo II a la ausencia de desarrollos legislativos sustantivos en las jurisdicciones más avanzadas que hayan abordado, desde un punto de vista material, la regulación del contrato de swap sobre acciones. La contratación marco estandarizada, en base a los acuerdos marco de compensación contractual predispuestos, ha hecho innecesaria la regulación del contrato de swap, en los aspectos sustantivos

³¹⁵ Esta misma conclusión se puede entender de la lectura del Considerando (12) de la Directiva 2013/50/UE: “[...] *La armonización del régimen de notificación de las participaciones importantes en los derechos de voto, en especial por lo que respecta a la agregación de la tenencia de acciones y la de instrumentos financieros, debería mejorar la seguridad jurídica y la transparencia y reducir la carga administrativa para los inversores transfronterizos. Por consiguiente, no se debe permitir que los Estados miembros adopten normas más estrictas que las previstas en la Directiva 2004/109/CE en lo relativo al cálculo de los umbrales de notificación, la agregación de participaciones en los derechos de voto asociados a acciones con derechos de voto relacionados con instrumentos financieros y las exenciones de los requisitos de notificación.*”

correspondientes al régimen de derechos y obligaciones de las partes. Se ha optado por delegar el régimen contractual de los derivados financieros OTC a los usos y principios mercatorios impuestos en la contratación marco, de contrastada eficacia normativa entre las partes. La negociación de las partes queda entonces limitada a la concreción de las condiciones económicas de coste financiero de la operación de swap sobre acciones.

La intervención legislativa en el Derecho comparado se ha producido en los aspectos en que existe un evidente interés de orden público, como pueden ser los aspectos de transparencia bursátil relativos al conocimiento de la estructura de capital, o los aspectos relativos al establecimiento de reglas de atribución del derecho de voto de los intermediarios financieros interpuestos en la adquisición contractual del control, de forma no dominical, a través de swaps y otras posiciones en derivados sobre acciones.

La transparencia de las participaciones significativas plantea adicionalmente otro de tipo cuestiones, relacionadas con la interconexión de los mercados de valores. Así, la titularidad de participaciones significativas indirectas mediante instrumentos financieros derivados en una sociedad cotizada, puede tener relevancia supervisora transfronteriza en otros mercados regulados extranjeros. Puede ocurrir que las acciones de la sociedad emisora subyacente estén admitidas a negociación en diferentes mercados regulados de la Unión Europea, o en mercados secundarios de estados no comunitarios, que obliguen a la comunicación de las participaciones significativas indirectas a través de derivados sobre acciones a los supervisores del mercado de cotización extranjero, en plazos extraordinariamente cortos.

También se han dado casos en que la sociedad cotizada emisora de las acciones subyacentes al swap ostenta, de forma directa o indirecta, una participación significativa en otra u otras sociedades cotizadas domiciliadas en jurisdicciones comunitarias o de terceros países con comunitarios, cuya legislación obliga a la notificación de las posiciones indirectamente ostentadas en derivados sobre acciones que alcancen, superen o reduzcan el umbral de notificación.

Los supuestos anteriores se pueden complicar más si el mercado de cotización extranjero establece reglas de atribución de los derechos de voto por título de naturaleza contractual para el cálculo del control de las sociedades cotizadas. O si la legislación relevante de aplicación contiene disposiciones especiales en códigos de conducta que obligan a notificar la suscripción, modificación o cancelación de derivados sobre acciones durante el periodo de tramitación de una oferta de adquisición de acciones, o que, de otra forma, puedan considerar la adquisición de una participación significativa en una sociedad cotizada, de forma dominical o por títulos de naturaleza contractual a través de derivados financieros sobre acciones, como una invitación a vender valores de filiales cotizadas del emisor subyacente, que obligue al adquirente de la participación significativa a formular una oferta de adquisición sobrevenida sobre la subsidiaria³¹⁶.

³¹⁶ Un claro ejemplo de este supuesto fue la oferta de adquisición de ACS sobre la constructora alemana Hochtief, precedida de la adquisición de una participación significativa del 30% en Hochtief y de la contratación de derivados sobre acciones representativas del 4,9% del capital de Hochtief. Una vez anunciada la formulación de la OPA, Hochtief buscó, como medida defensiva, que la OPA se extendiera a la filial cotizada de Hochtief en Australia, Leighton Holdings, sobre la que ostentaba el 54,5%. La situación fue acertadamente gestionada por ACS, que en el hecho relevante remitido a la CNMV el 20 de octubre de 2010 anunciaba la decisión del supervisor australiano, “Australian and Securities and Investment Commission” (ASIC), “*de no aceptar la solicitud de HOCHTIEF de modificación de la ley australiana “Australian Corporations Act” para forzar al Grupo ACS (ACS Actividades de Construcción y Servicios S.A.) a formular, como parte de la oferta por HOCHTIEF, una oferta sobre Leighton Holdings (Leighton), filial de Hochtief con una participación del 54,5%.*”

Por tanto, merece la pena abordar en una visión panorámica los diferentes sistemas normativos de las principales jurisdicciones en materia de transparencia bursátil de los swaps sobre acciones, desde la perspectiva del Derecho comparado, teniendo en cuenta las nuevas normas de transparencia de la Directiva 2013/50/UE para el análisis de las legislaciones comunitarias. Como veremos en el análisis de Derecho comparado, la mayoría de los Ordenamientos comunitarios han adoptado ya políticas de transparencia supervisoras equivalente o incluso más rigurosas que las derivadas de la nueva Directiva 2013/50/UE de transparencia, cuyo plazo de trasposición expira el 6 de noviembre de 2015.

En general, las legislaciones que a continuación analizamos han optado por establecer el deber de notificación de todas las posiciones de derivados en swaps sobre acciones u otro tipo de instrumentos derivados que superen el umbral de notificación en cada caso establecido, con independencia absoluta del sistema de liquidación, dando primacía a los aspectos inferidos a la titularidad beneficiaria cuya origen sea una exposición económica a un paquete de acciones significativo que alcance el umbral de notificación³¹⁷.

A) DERECHO NORTEAMERICANO

La reforma de la Ley de Valores de 1933 (“US Securities Act”) operada por la Ley Dodd-Frank, aprobada y firmada el 21 de julio de 2010, supuso una modificación relevante del régimen de comunicación de participaciones significativas indirectas en

³¹⁷ Una vision general extractada de las obligaciones de notificación, anterior al debate sobre las modificaciones reglamentarias necesarias tras la modificación del art. 53.3 LMV tras la reforma de la Ley 11/2015, puede verse en PALÁ LAGUNA, R.: “La extensión de deber de...”, *op. cit.*, pp. 231.

las sociedades con valores admitidos a negociación en mercados de valores norteamericanos. La reforma del régimen de notificación de participaciones indirectas se esperaba desde la controversia judicial surgida en torno al contencioso “CSX Corporation v. The Children’s Investment Fund Management (UK) LLP (TCI)”. En el contencioso entre CSX y TCI, la sentencia de la Corte de Apelación del Segundo Circuito de Nueva York de 11 de junio de 2008 había estimado la demanda interpuesta por la compañía CSX contra el fondo TCI, al considerar que TCI había vulnerado el art. 13 (d) de la Ley de Valores por no declarar a la SEC exposiciones económicas a acciones de CSX, en swaps sobre acciones de retorno absoluto liquidables diferencialmente en efectivo, que superaban el 14,1% de las acciones ordinarias de CSX.

La sentencia la Corte de Apelación del Segundo Circuito de Nueva York consideró que, aunque no existía un derecho de adquisición de las acciones de CSX afectas a los contratos de swap, TCI ostentaba el poder de voto sobre las acciones subyacentes y podía considerarse, de facto, titular beneficiario de las acciones de CSX que constituían el subyacente de los swaps, quedando sujeto al deber de notificación establecido en el art. 13 (d) de la Ley de Valores³¹⁸.

En línea con las conclusiones extraídas del caso CSX vs TCI, la nueva redacción de los arts. 13d-3(b) y 13 (e) de la Ley de Valores en la redacción dada por la Ley Dodd-Frank ha definido el nuevo concepto de “swap basado en acciones” (“security based swap”) para capturar todas las tenencias con base en una estructura de permuta

³¹⁸ Un resumen muy completo del caso CSX vs TCI puede verse en CUIILLERIER, I., HALL, C., “CSX Corp vs Children’s Investment Fund Management (UK) LLP: Disclosure requirements in the context of total return swaps”, *Futures & Derivatives Law Report*, Incisive Risk, núm. 31, pp., 2-3.

financiera. La reforma de los arts. 13d-3(b) y 13 (e) de la Ley de Valores obliga al cumplimiento de los deberes de notificación a cualquier persona que adquiera o pueda convertirse en el titular beneficiario de valores, por razón de la compra o venta de un swap basado en acciones. El concepto de swap basado en acciones incluye, de forma extractada, a las permutas financieras sobre acciones individuales o sobre un índice bursátil, que, de forma individual o combinada con cualquier otro tipo de exposición económica a acciones, directa o indirecta, sobre un mismo valor, superior al 5%, con independencia el sistema de liquidación³¹⁹.

En el nuevo sistema de notificación de información regulada de emisores, los swaps basados en acciones quedan excluidos del ámbito objetivo de los valores (“equity securities”) en el sentido del art. 2 (a) (1) de la Ley de Valores, y por tanto, la oferta privada de compra o venta de swaps basados en acciones ha quedado eximida de los requisitos de registro de las ofertas de valores, que sin embargo si son aplicables a otros derivados OTC sobre acciones como las opciones, o los contratos a plazo sobre valores³²⁰.

Aparte de la creación de supraconceptos para la supervisión de los mercados de valores, lo relevante de la reforma de la Ley de Valores norteamericana es que considera que el deber de notificación de las posiciones de liquidación por diferencias obedece a la existencia de una titularidad beneficiaria de las acciones por parte del

³¹⁹ AICHER, R.D., *Derivatives...*, *op.cit.*, § 11.03 [A], pp. 11-15; pp.11-16.

³²⁰ En relación al nuevo concepto de swap basado en acciones, son muy esclarecedoras las explicaciones de AICHER, que explica en su monografía sobre los derivados OTC las modificaciones recientes de la Ley Dodd-Frank, y como las transacciones privadas de swaps basadas en acciones han quedado objetivamente excluidas del concepto de “valores” del art. 2 (a) (1) de la Ley de Valores, subsumibles en alguna de las exenciones de registro de ofertas de los arts. 4(1), 4(2) y 4 (3) de la Ley de Valores, v. AICHER, R.D., *Derivatives...*, *op.cit.*, § 11.03 [A], pp. 11-15.; y también RAMIREZ, J., *Handbook of...*, *op. cit.*, pp. 6-7.

titular del swap sobre acciones, asumiendo plenamente las conclusiones del contencioso entre CSX vs TCI³²¹. No obstante, la reforma de la Ley Dodd-Frank no ha definido el concepto de titularidad beneficiaria, que queda sujeto al ámbito discrecional de la SEC en la supervisión de los mercados de valores, atribuyendo amplísimas facultades supervisoras a la SEC. Así, la redacción del art. 766 (e) de la Ley Dodd-Frank considera que una persona ha adquirido la titularidad beneficiaria de una exposición económica equivalente a acciones, mediante un swap basado sobre acciones “*si la SEC estima, por resolución expresa, que la titularidad del instrumento de permuta financiera es equivalente o comparable a la titularidad directa de valores*”.

B) DERECHO INGLÉS

Reino Unido fue una de las jurisdicciones pioneras en la implementación de esquemas de notificación de las posiciones en derivados financieros referenciados a acciones. La reforma reglamentaria de la Directiva 2004/109/UE de transparencia supuso la introducción de amplios poderes discrecionales a la FSA para la exigir la transparencia de las posiciones en derivados sobre acciones (“Disclosure Transparency Rules”). Desde el 1 de junio de 2009 están sujetas a preceptiva notificación a la FSA todas las tenencias en instrumentos financieros referenciados a acciones admitidas a negociación, den derecho o no a la adquisición de acciones, cuando la exposición agregada supere el 3%. La obligación de notificación afecta a todas las tenencias en

³²¹ V. un análisis muy completo del concepto de “decoupling”, actualizado en relación a los conceptos incluidos en la Ley de Valores tras la modificación operada por la Ley Dodd-Frank, en WADDELL, C., NGUYEN, K., EPSTEIN, E., SICILIANO, F., GRUNDFEST, J., “Identifying the Legal Contours of the Separation of Economic Rights and Voting Rights in Publicly Held Corporations” (October 19, 2010). Rock Center for Corporate Governance, Stanford University Working Paper No. 90, pp. 30 y ss.

instrumentos financieros referenciados a acciones de carácter diferencial, tales como swaps sobre acciones, CFDs, contratos a plazo, opciones, etc. La responsabilidad en la realización de la notificación a la FSA corresponde al titular del instrumento financiero, y no al intermediario financiero interpuesto. El régimen de transparencia actual, que extiende el deber de notificación a todas las posiciones liquidables en efectivo o en acciones, se puede considerar adaptado a las disposiciones de la Directiva 2013/50/UE³²².

Con carácter adicional a los deberes de notificación, el Código de Fusiones y Adquisiciones aplicable a las sociedades admitidas a negociación en mercados regulados británicos obliga, adicionalmente, a notificar cualquier interés económico superior al 1% durante el periodo de tramitación de una oferta de adquisición de acciones sobre una sociedad admitida a negociación en una Bolsa de Valores británica (v.gr, contratación, modificación o cancelación de cualquier derivado que supere el citado umbral de notificación).

El artículo 8 del Código de Fusiones y Adquisiciones incluye en su ámbito de aplicación a los titulares de instrumentos financieros que, de forma indirecta, a través de la titularidad de instrumentos financieros referenciadas acciones en sociedades intermedias, supongan una exposición económica superior al citado 1% en acciones de una sociedad admitida a negociación en la Bolsa de Londres³²³.

³²² HERBERT, T., SULSTON A, “Corporate and regulatory aspects of equity derivatives in key jurisdictions-United Kingdom”, *Equity derivatives...*, *op. cit.*, pp. 336-337.

³²³ La obligación de remitir notificaciones por las tenencias de instrumentos financieros que de forma indirecta supongan una exposición superior al 1% en una sociedad cotizada en la Bolsa de Londres es particularmente exigente. Es un umbral que se puede considerar relativamente bajo para el estándar de notificación comunitario (del 5%), y afecta a los titulares indirectos de instrumentos

C) DERECHO ALEMÁN

La Ley de Protección al Inversor y Mejora del Funcionamiento del Mercado de Capitales de 5 de abril de 2011 estableció nuevas reglas para la notificación de las posiciones en instrumentos financieros derivados. Desde el 1 de febrero de 2012 están sujetos a notificación obligatoria a la autoridad supervisora alemana, BaFin, las tenencias de instrumentos financieros referenciados a acciones admitidas a negociación en mercados secundarios alemanes, que atribuyan una exposición económica igual o superior al 5% sobre un mismo valor, de forma agregada con la titularidad de derechos de voto dominicales³²⁴. A los efectos del deber de notificación, resulta indiferente el origen o procedencia de las tenencias, ya sea por swaps sobre acciones, CFDs u otros instrumentos financieros equivalentes a acciones, capturando todas las tenencias y tipos de posición en derivados, sean liquidables en efectivo o mediante entrega.

El umbral de notificación del 5% es específico e individual para la exigibilidad de comunicación de cualesquiera posiciones en derivados sobre acciones liquidables por

financieros en sociedades intermedias, cotizadas o no, que deben vigilar especialmente las posiciones en sociedades cotizadas en mercados ingleses. Claro ejemplo de esta operativa es el caso de la sociedad ACS, que se vio obligada a realizar, por las permutas financieras sobre acciones en la sociedad Iberdrola, sucesivas notificaciones al Takeover Panel durante la tramitación de la oferta de adquisición de acciones de Scottish Power por parte de Iberdrola. En la comunicación de hecho relevante remitida a la CNMV el 12 de febrero de 2007, ACS comunicaba el cumplimiento de obligaciones de notificación *“al Takeover Panel de Londres, en aplicación del artículo 8 del Código de Fusiones y Adquisiciones, que el contrato de derivados, en concreto de “equity swap”, referido en los Hechos Relevantes anteriores de 28 de diciembre de 2006 y 10 y 23 de enero de 2007, al día hoy afecta a un total de 21.995.554 acciones representativas del 2,440% del capital social de Iberdrola S.A., liquidable, a opción de ACS, en dinero o en acciones”*.

³²⁴ V. FÜCHSEL. A., *New German Disclosure Rules For Swaps, CFDs and Other Derivatives*, pp. 2, [en línea] <http://www.klgates.com/files/Publication/6cfb76ef-e823-477d-a4fb-> [consulta: 15 de septiembre de 2015].

diferencias o en acciones con derechos de voto que, de forma agregada o individual, alcancen o superen el 5%. No obstante, se ha mantenido el umbral de notificación previo, anteriormente existente, que obliga a notificar las participaciones significativas directas en acciones que alcancen o superen el 3% de los derechos de voto. En consecuencia, los elementos de la Directiva 2013/50/UE se pueden considerar ya presentes en la legislación alemana.

Es importante recalcar el régimen de sanciones establecido en caso de infracción de los deberes de notificación. El incumplimiento de las reglas de notificación puede ser sancionada con multas de hasta un millón de euros.

D) DERECHO FRANCÉS

La normativa de transparencia francesa ha sido sustancialmente modificada en diversas ocasiones en los últimos años. El régimen de notificación de instrumentos financieros del art. 223-6 de la Reglamentación General de la AMF, modificado en virtud de una Orden Ministerial de 31 de julio de 2009, obliga a notificar las tenencias que confieren el derecho de adquisición de las acciones subyacentes del swap, cuando el porcentaje de derechos de voto alcance el 5% de los derechos de voto³²⁵. El régimen

³²⁵ De cierta relevancia y profundidad fue la investigación llevada a cabo por la AMF respecto a la sociedad francesa Wendel SA, en la adquisición de una participación significativa de la sociedad cotizada Saint-Gobain SA, utilizando contratos de “equity swap” formalizados con diferentes entidades de crédito, no comunicados a la AMF hasta la novación modificativa a un sistema de liquidación mediante entrega que concluyó con la adquisición de las acciones. En la investigación, la AMF cuestionó que Wendel SA no hubiera comunicado los swaps a la AMF anteriormente, con ocasión de la contratación de los “equity swaps”, y que únicamente notificara los mismos “[...] *una vez que Wendel había tomado la decisión de transformar la exposición económica a Saint-Gobain en tenencia física de títulos*”. La resolución de la Comisión Sancionadora de la AMF sancionó a

establecido en la Reglamentación General de la AMF no captura las posiciones contractuales en derivados sobre acciones que sean liquidables exclusivamente por efectivo, lo que obligará a modificar la Reglamentación General de la AMF para adaptarse a la Directiva 2013/50/UE y extender el deber de notificación a los derivados sobre acciones liquidables exclusivamente en efectivo.

En lo que respecta al cómputo de los derechos de voto de naturaleza contractual, las reglas de atribución de los derechos de voto para el cálculo del control son muy similares a las de nuestro RD OPAs. A partir de la Ley de Regulación Bancaria y Financiera aprobada el 22 de octubre de 2010, se entiende imputada la participación significativa indirecta de permutas financieras u otros derivados sobre acciones que confiera derecho de adquisición, al titular del instrumento financiero que asuma los riesgos de la posición de acciones del intermediario financiero interpuesto. El control se presume cuando se alcance directa o indirectamente un porcentaje de derechos de voto igual o superior al 30% de los derechos de voto.

E) DERECHO ITALIANO

La normativa de transparencia actualmente vigente en Italia únicamente obliga a comunicar las posiciones en derivados sobre acciones liquidables en especie, o que confieren el derecho discrecional a decidir la adquisición de las acciones. Las posiciones en otros derivados referenciados a acciones, como los CFDs, u otro tipo de

Wendel SA en su resolución de 13 de diciembre de 2010, argumentando que Wendel SA había tenido, desde el principio, “[...] *la voluntad de adquirir una participación significativa*”.

exposiciones económicas como las opciones o contratos a plazo liquidables diferencialmente en efectivo, quedan excluidas del deber de notificación³²⁶.

El umbral de notificación establecido es, sin embargo, muy bajo. El art. 119 del Decreto Legislativo de 24 de febrero de 1998, modificado en numerosas ocasiones, establece un umbral de notificación del 2% del capital. A efectos del cómputo de la participación, las tenencias en derivados liquidables por diferencias no son agregables, lo que hará necesario la adaptación del régimen de transparencia a Directiva 2013/50/UE de transparencia.

F) DERECHO HOLANDÉS

El régimen de notificación de participaciones significativas indirectas holandés cumple con los requerimientos de la Directiva 2013/50/UE de transparencia. La necesidad de una nueva normativa de transparencia de las posiciones en derivados se hizo patente durante la tramitación de la oferta de adquisición de ABN AMRO, en la que los miembros del consorcio oferente RBS, Santander y Fortis adquirieron posiciones en derivados sobre acciones de ABM AMRO no declarados, en porcentaje superior al 4% del capital.

La modificación de la Ley de Supervisión Financiera, que entró en vigor el 1 de febrero de 2013, extendió la obligación de notificar a la autoridad supervisora holandesa, AMF, todas las posiciones directas o indirectas en acciones, den derecho o

³²⁶ RAMIREZ expone en detalle el interesante caso del swap sobre acciones, liquidable en efectivo, del 7% del capital de Fiat, suscrito entre el accionista mayoritario de Fiat, Exor, y el intermediario Merrill Lynch, que la CONSOB consideró un caso evidente de manipulación del precio de las acciones de FIAT, con abuso de mercado e información privilegiada, en una operación conectada con la refinanciación de deuda de Fiat, destinada a mantener el control de Fiat, v. RAMIREZ, J., *Handbook of...*, *op. cit.*, pp. 245-246.

no a la adquisición de las acciones, incluyendo expresamente cualesquiera posiciones en derivados sobre acciones, aunque únicamente proporcionen una exposición económica a las acciones sin derecho a la adquisición de los valores subyacentes. El umbral de notificación actual es del 3%.

CAPÍTULO VIII

CESIÓN, NOVACIÓN Y TERMINACIÓN DEL CONTRATO DE PERMUTA FINANCIERA SOBRE ACCIONES O ÍNDICES

SUMARIO: I. LA CESIÓN TOTAL O PARCIAL DEL CONTRATO DE PERMUTA FINANCIERA SOBRE ACCIONES O ÍNDICES. II. LA NOVACIÓN MODIFICATIVA DEL SWAP SOBRE ACCIONES O ÍNDICES. III. LA TERMINACIÓN NORMAL: EL PAGO. A) CONSIDERACIONES GENERALES. B) EL CÁLCULO LIQUIDATORIO. C) LA OPERATIVA DE VENTA DE ACCIONES PARA LA DETERMINACIÓN DEL PRECIO FINAL: CRITERIOS DE DILIGENCIA DEBIDA. 1. Operativa de venta de acciones. 2. Prácticas de mercado prohibidas. IV. TERMINACIÓN ANORMAL: EL VENCIMIENTO ANTICIPADO. A) CAUSAS DE VENCIMIENTO ANTICIPADO IMPUTABLES U OBJETIVAS. B) CONTEXTUALIZACIÓN DEL VENCIMIENTO ANTICIPADO. C) LA FALTA DE PAGO. D) EL INCUMPLIMIENTO DE LA OBLIGACIÓN DE APORTACIÓN DE GARANTÍAS FINANCIERAS. E. LA DISMINUCIÓN DE LA SOLVENCIA FINANCIERA. V. EFECTOS DEL INCUMPLIMIENTO: ESPECIALIDADES DEL RÉGIMEN DE RESOLUCIÓN ANTICIPADA DE LAS PERMUTAS FINANCIERAS. A) CONSIDERACIONES GENERALES. B) EL TRATAMIENTO PRIVILEGIADO DE LAS PERMUTAS FINANCIERAS EN LAS SITUACIONES DE CANCELACIÓN ANTICIPADA: EL RDLACC COMO LEGISLACIÓN ESPECIAL. C) EL PROCEDIMIENTO DE RESOLUCIÓN ANTICIPADA. D) LA INMUNIDAD DE LA ACCIÓN RESOLUTORIA EN CASO DE CONCURSO. E) LA COMPENSACIÓN CONVENCIONAL EN CASO DE VENCIMIENTO ANTICIPADO (“CLOSE-OUT NETTING”). F) EJECUCIÓN DE GARANTÍAS: APROPIACIÓN DEL COLATERAL. VI. LA CANTIDAD A PAGAR EN CASO DE VENCIMIENTO ANTICIPADO DEL CONTRATO DE PERMUTA FINANCIERA SOBRE ACCIONES O ÍNDICES.

I. LA CESIÓN TOTAL O PARCIAL DEL CONTRATO DE PERMUTA FINANCIERA SOBRE ACCIONES O ÍNDICES

El swap sobre acciones o índices bursátiles es un instrumento financiero derivado no negociable en mercados regulados, formalizado bilateralmente. Es también un contrato de ejecución continuada y tracto sucesivo, que da lugar a sucesivos hitos de liquidación de liquidación en las fechas preestablecidas en la confirmación. Durante la vigencia del contrato, hasta el vencimiento de la operación, las dos partes asumen obligaciones recíprocas y de ejecución continuada. La reciprocidad existente en el vínculo contractual se mantiene durante toda el plazo del swap hasta el vencimiento final liquidatorio de posiciones.

En principio y salvo pacto en contrario entre las partes en la documentación del acuerdo marco, el crédito del contrato de swap es libremente cedible; nada impide a ambas partes ceder o pignorar los derechos de crédito derivados de su posición contractual activa a recibir pagos, conforme a las reglas generales de la cesión de créditos de los arts. 347 CCom y 1.526 CC, con el único requisito de notificar fehacientemente la cesión a la contraparte cedida para la oponibilidad de la cesión.

La cesión se revela como un mecanismo insuficiente si lo que interesa es la transmisión íntegra de la posición contractual en el negocio jurídico de swap, en la totalidad de los derechos y obligaciones, ya que, en este caso, al haber asumido ambas partes obligaciones recíprocas de pagos pendientes de cumplimiento hasta el vencimiento, la cesión de posición contractual requiere el consentimiento de la otra

parte para la validez y efectividad de la cesión³²⁷. Esta sustitución en la relación contractual puede interesar al intermediario financiero si desea ceder su posición contractual. Se trata en estos casos de una cesión de la posición contractual en la operación de swap, diferente a la mera cesión de créditos, a través de acuerdos de cesión de posición contractual.

La cesión de posición contractual es un caso infrecuente en este tipo de contratos de cobertura, habitualmente negociados con un único intermediario financiero. Si se trata de un swap sobre acciones de gran volumen, la división de posiciones de contrapartida del swap se plantea al inicio de la relación comercial, antes de la contratación de la operación.

No obstante, la cesión de posición parcial puede ser un mecanismo de reducción del riesgo interesante para sindicar la exposición al riesgo de mercado del swap sobre acciones de operaciones ya firmadas, entre diversos intermediarios financieros que actúan supuestamente de forma no concertada. En estos casos, la cesión del contrato de permuta financiera sobre acciones requiere, además del acuerdo de cesión entre las tres partes, la adquisición al cedente por el nuevo intermediario financiero de la parte

³²⁷ Conforme con este planteamiento, VEGA, J.A., *El contrato de..., op. cit.*, que subraya el carácter de contrato de prestaciones recíprocas y tracto sucesivo del contrato de permuta financiera, que requiere, si no se agotado el contenido del contrato, que la cesión se efectúe mediante la cesión de posición contractual: “[...] *Para que tenga lugar el instituto de la cesión es necesario que exista una relación obligacional con prestaciones recíprocas que se encuentren total o parcialmente pendientes de ejecución, extremo que se da en las permutas no cumplidas, habida cuenta que, en definitiva, se trata de compromisos de pagos periódicos y mutuos que suele hacerse por el sistema de liquidación por diferencias. Para que sea válida la cesión del contrato, es preciso, que junto al acuerdo entre el cedente del contrato y el cesionario exista el consentimiento del contratante cedido [...]*” (VEGA, J.A., *El contrato de..., op. cit.*, pp. 140); y también, respecto a las opciones financieras OTC, aunque los argumentos sean extrapolables y aplicables a las permutas financieras, DÍAZ RUIZ, E., *Las opciones financieras..., op. cit.*, pp. 406-407.

proporcional que corresponda de las acciones subyacentes anteriormente adquiridas en cobertura de la operación, al precio de referencia inicial en la adquisición de las acciones. Como quiera que la cesión parcial puede suponer la cancelación del swap originario y la firma de nuevos contratos de swap con las diferentes contrapartidas, antes de la ejecución de la cesión o cesiones deberá analizarse el devengo de costes de ruptura de los períodos de cálculo corridos.

En nuestro Derecho privado, la cesión de posición contractual supone la transmisión subjetiva de la relación contractual de forma unitaria, sin modificación de los pactos y del contrato que se transmite, con todas las garantías accesorias a la posición contractual (art. 1.528 CC). A diferencia de lo que ocurre en otros Ordenamientos, la cesión del contrato no aparece regulada en el Código de Comercio ni en el Código Civil, aunque si está prevista en la regulación de otras relaciones contractuales (como la cesión del arrendamiento o la cesión contractual en la legislación de contratos del sector público) y está ampliamente aceptada y admitida en la jurisprudencia y en la doctrina sobre la base del principio de la autonomía de la voluntad en la contratación³²⁸.

La doctrina jurisprudencial del Tribunal Supremo ha definido la figura de la cesión del contrato como un negocio de cesión tripartito de un contrato de prestaciones recíprocas entre una parte cedente y una parte cesionario, por oposición a los contratos de prestación única en los que la transmisión del lado activo o pasivo de la relación

³²⁸ DIEZ-PICAZO, L, *Fundamentos del...*, op. cit., pp. 1044; LASARTE. C., *Curso de Derecho Civil...*, op. cit., pp. 488.

obligatoria requiere una simple cesión de crédito o asunción de deuda³²⁹. La cesión del contrato requiere en todo caso el consentimiento por parte del deudor cedido a la cesión proyectada. Se exige el consentimiento del cedente, el cedido y el cesionario, para la perfección del negocio de cesión, conservando siempre la parte cedida su posición originaria en el contrato. Como consecuencia de la cesión, el cesionario adquiere los derechos que ostentaba el cedente en la relación contractual como si hubiese sido el contratante inicial.

II. LA NOVACIÓN MODIFICATIVA DEL SWAP SOBRE ACCIONES O ÍNDICES

En las relaciones continuadas a que da origen el swap, con frecuencia se dan casos en que las condiciones iniciales en que se pactó la cobertura han cambiado sustancialmente, haciendo necesario adaptar el contrato a nuevas condiciones negociadas, mediante una novación modificativa del swap. Esta posibilidad de trasladar la modificación de las circunstancias relativas al activo subyacente acordando nuevas condiciones financieras revela el carácter esencialmente mutable del swap sobre acciones o índices: contratos de derivados personalizados a medida del cliente para

³²⁹ Por todas, v. la doctrina general de la cesión del contrato en la STS (Sala de lo Civil), de 22 de mayo de 2014 (RJ 2014/2949) que, citando la STS (Sala de lo Civil), de 6 noviembre 2006, establece la doctrina general sobre la cesión del contrato, consistente en *“el traspaso a un tercero, por parte de un contratante, de la posición íntegra que ocupaba en el contrato cedido, de manera que el cesionario adquiere los derechos que ostentaba el cedente en la relación contractual como si hubiese sido el contratante inicial. Esta figura ha sido admitida por la jurisprudencia de esta Sala, al no estar regulada en el del Código civil, aunque sí lo está en el Código italiano (artículo 1406) y en el Fuero Nuevo de Navarra (ley 513.2). [...] Para que la cesión sea efectiva, la jurisprudencia ha exigido que en el negocio jurídico concurren las tres partes, es decir, el contratante cedente de su posición contractual, el nuevo que la adquiere y el co-contratante que va a resultar afectado por el cambio de deudor. Sin el consentimiento de éste, no existe cesión, o como afirma la sentencia de 9 diciembre 1997, “la necesidad de mediar consentimiento es requisito determinante de la eficacia de la referida cesión contractual”.*

cubrir la variación del precio de las acciones o la cotización de los índices en el mercado.

La modificación de las condiciones del contrato opera aquí no tanto en cuanto a las cláusulas obligacionales del contrato marco ya pactadas, como en la actualización de las condiciones económicas o de plazo recogidas en el documento de confirmación a la realidad del subyacente y a las necesidades del cliente que contrata el derivado al intermediario financiero (precios de referencia, tipo de interés, etc.). La naturaleza extrabursátil del contrato facilita en este caso la firma de las novaciones necesarias del contrato, de forma bilateral. Las modificaciones acordadas tienen el carácter de novación modificativa no extintiva del contrato del art. 1.203.1º CC, subsistiendo el negocio de permuta financiera con arreglo a las nuevas condiciones.

En determinados supuestos en que la modificación del swap es relevante o incompatible con la operación inicial, puede ser necesario cancelar el swap inicial firmando una nueva operación de permuta financiera sobre las acciones o índice subyacente con las condiciones renegociadas, incluso agrupando en un único swap todas las operaciones de swap (o de contratos a plazo u opciones relativos al mismo valor) formalizadas con el intermediario.

En los swaps sobre acciones son frecuentes las modificaciones, en todo caso negociadas y común acuerdo, de las condiciones financieras (precio de ejercicio, tipo de interés, etc.), de los pactos de aportación de garantías financieras fiduciarias, del plazo

de vencimiento del contrato, etc.³³⁰. Otro pacto habitualmente sujeto a negociación es el plazo de la operación. En este sentido, son habituales las modificaciones del plazo de vigencia inicial del swap, habilitando extensiones o renovaciones tácitas o expresas del contrato para permitir la compraventa de las acciones subyacentes, dando plazo adicional para organizar la financiación de adquisición que permita el ejercicio de la opción de liquidación mediante entrega de los valores.

También es posible que en la novación se plantee el cambio del sistema de liquidación, facultando al cliente para solicitar, incondicional o discrecionalmente, la entrega de los valores subyacentes de swap inicialmente liquidables en efectivo³³¹. En

³³⁰ Un ejemplo de esta operativa lo vemos en las novaciones firmadas de los contratos de “equity swap” de ACS respecto a su participación indirecta en Iberdrola. En el hecho relevante de 27 de julio de 2012 remitido a la CNMV, la compañía comunicaba las siguientes novaciones de los contratos de permuta financiera sobre acciones de Iberdrola: “[...] *En relación con el contrato de equity swap suscrito [por ACS] con Natixis por un nominal de 1.434,2 millones de euros y que tiene como subyacente un total de 277.971.800 acciones de Iberdrola S.A., ACS Actividades de Construcción y Servicios S.A. (ACS), en el día de hoy ha suscrito una modificación a fin de suprimir los margin call que obligaban a constituir garantías en función de las oscilaciones de mercado de las acciones de Iberdrola. El vencimiento del equity swap es de 31 de marzo de 2015.*”

³³¹ Este supuesto de novación modificativa (cambio de la modalidad de liquidación a entrega) fue específicamente abordado en la consulta del ICAC número 97/2014, en la que el ICAC entendió que en los casos de liquidación en especie el contrato debe calificarse como compraventa de acciones con pago aplazado -y no como derivado de cobertura-: “[...] *Una vez modificado el contrato [de equity swap], en el supuesto de que la liquidación en acciones fuese probable, circunstancia que implica un análisis de la evolución del precio de la acción hasta la fecha de vencimiento, desde una perspectiva estrictamente contable cabría afirmar que se ha producido la adquisición de las acciones porque las condiciones económicas de la operación ponen de manifiesto que la sociedad asume, desde la novación del equity swap, los riesgos y ventajas sustanciales inherentes a la titularidad de esos instrumentos de patrimonio. Sin embargo, en todo caso es preciso recordar que el tratamiento contable de las operaciones depende de la “verdadera” naturaleza que subyace en las mismas. Es decir, en el registro contable debe prevalecer el fondo de las operaciones sobre su instrumentación jurídica, de tal manera que las cuentas anuales reflejen la imagen fiel del patrimonio, la situación financiera y los resultados de la empresa. Por ello, como paso previo al registro contable, siempre es necesario realizar un análisis de la operación en su conjunto. Solo después del citado análisis, que requiere un detenido estudio de todos los antecedentes y circunstancias de la operación, será posible abordar el adecuado tratamiento contable de los hechos que se han descrito.*”

estos casos el titular del instrumento financiero deberá cumplir con todas las obligaciones de transparencia bursátil.

La novación del contrato supone, desde el punto de vista supervisor, un hecho sujeto a la obligación de reporte a la CNMV por parte del intermediario financiero, conforme a las exigencias de reporte relativas a instrumentos financiero OTC establecidas en el art. 59 LMV, el RD ESIS y el Reglamento (CE) nº 1287/2006³³².

III. LA TERMINACIÓN NORMAL: EL PAGO

A) CONSIDERACIONES GENERALES

El cumplimiento de las obligaciones a cargo de las partes, mediante el pago de la prestación comprometida, representa la dinámica de extinción o terminación normal u ordinaria de los contratos. En el contrato de permuta financiera, de tracto sucesivo y duración determinada, el pago supone la ejecución de las prestaciones recíprocamente asumidas de dar dinero o entregar valores negociables en cada una de las fechas de liquidación preestablecidas hasta el vencimiento ordinario del contrato. Las obligaciones bajo el swap no se consideran cumplidas hasta que no haya sido atendido el último de los actos de pago al vencimiento ordinario fijado en la confirmación.

³³² V. los Criterios de reporte de la CNMV de 29 de noviembre de 2013 respecto a la novación de los contratos firmados: “[...] *las modificaciones que pudiera sufrir un contrato derivado a lo largo de su vida, como una amortización anticipada o una amortización parcial, son hechos que están sujetos a la obligación de comunicación.*”

Conforme a los principios generales, el pago de las respectivas prestaciones de dar a cargo de las partes debe ser íntegro, por la totalidad y conforme al procedimiento de liquidación acordado en la confirmación. La integridad en el pago de la prestación exige, además del pago completo, el pago puntual en cada una de las fechas de liquidación establecidas en la confirmación, siendo el término esencial en este tipo de operaciones a plazo (art. 1.125 CC). Asimismo, los principios generales del pago aplicables en el abono de las deudas de dinero establecen que el pago se realice en la divisa de liquidación acordada, mediante el procedimiento de transferencia bancaria a la cuenta corriente de instrucciones de pago indicada en la confirmación, como lugar del pago (arts. 1170, 1171 CC).

B) EL CÁLCULO LIQUIDATORIO

El pago presupone una actividad liquidatoria previa de las posiciones abiertas en el contrato por parte de la contraparte que tiene atribuida la agencia de cálculo, que será el intermediario financiero que actúa en el contrato prestando la contrapartida al cliente³³³. Esta actividad de liquidación exige el cálculo del diferencial entre el precio/nivel de cierre de cotización a valor de mercado (o precio final) y el precio/nivel de referencia inicial de las acciones o del índice subyacente (el “strike”), para lo que resulta necesario calcular el precio final de la operación de swap³³⁴.

En los contratos referenciados a acciones, el precio final se determina a partir de los beneficios generados o de las pérdidas incurridas en el negocio de cobertura de signo

³³³ MUÑOZ PÉREZ. A.F, *Los derivados financieros...*, op. cit., pp. 120.

³³⁴ PARKER, E., “Overview and ...”, op. cit., pp. 207.

contrario que, llegado el término del contrato de swap, deja de ser una cobertura necesaria³³⁵. Esta aproximación a la liquidación del contrato asume la indemnidad del intermediario financiero en el resultado de la operación: el importe de las pérdidas en su caso incurridas en la venta de las acciones en el mercado (en el swap sobre acciones), o las pérdidas incurridas con la cancelación de la opción de cobertura sobre el índice subyacente, le es íntegramente reembolsado al vencimiento. El cliente asume y retiene todos los riesgos y beneficios de la operación³³⁶.

En las operativas de carácter diferencial, la liquidación diferencial de precios será positiva si los valores negociables o el índice bursátil se han revalorizado sobre el precio de ejercicio en el período de cálculo considerado, en el intervalo temporal desde la fecha de la contratación o la última liquidación y la fecha de vencimiento final. La liquidación será negativa si el precio/nivel de cotización de las acciones o del índice bursátil subyacente es inferior al precio de ejercicio inicial.

En los swaps sobre acciones, el coste de cancelación del negocio de cobertura se determina por referencia al precio medio ponderado al que el intermediario financiero realiza la venta de las acciones de cobertura en el sistema de órdenes del mercado continuo de Bolsas durante las sesiones bursátiles inmediatamente anteriores a la fecha de vencimiento ordinario del contrato. El plazo de valoración estipulado en la

³³⁵ Como apunta IBÁÑEZ, la cancelación del contranegocio de cobertura de signo contrario u opuesto al concertado está muy presente en la operativa de pagos de los contratos de derivados: (IBÁÑEZ, J., *El contrato de instrumentos...*, op. cit., pp. 162. “[...] Para salir de la posición abierta, en general, es necesario realizar un contranegocio u operación que permita a quien liquida los contratos obtener una posición simétrica, a precios actuales de mercado, y notificar el valor liquidado al cliente para que pueda abonar o pagar las diferencias que procedan, de modo que el liquidador salga indemne de la posición global”).

³³⁶ IBÁÑEZ, J., *El contrato de instrumentos...*, op. cit., pp. 162.

confirmación, de entre cinco y tres días bursátiles antes de la fecha de vencimiento, es el período habilitado para la venta de las acciones de cobertura del intermediario financiero en el mercado.

Una vez fijado el precio medio diario del valor en cada una de las sesiones de valoración, se puede calcular la media ponderada de precio de venta obtenido en las fechas de valoración (VWAP), o precio final, que determina si la operación arroja beneficios o pérdidas. El resultado de la transacción sobre acciones, ya sea positivo o negativo, puede obtenerse multiplicando el número de acciones vendidas en las fechas de valoración fijadas (habitualmente entre tres y cinco días bursátiles) por la diferencia entre el precio final y el precio inicial de las acciones.

En los contratos referenciados a índices bursátiles, el precio final es el importe resultante de la cancelación de la cobertura de réplica OTC: beneficios si el índice o índices subyacentes se han revalorizado en el período de cálculo; pérdidas si el índice o índices se han depreciado. El resultado de la transacción se obtiene multiplicando los beneficios o pérdidas por el número de unidades del índice del contrato³³⁷, y si fueran varios índices bursátiles, multiplicando separadamente los beneficios o pérdidas asignados a cada índice bursátil por las unidades del índice de que se trate.

C) LA OPERATIVA DE VENTA DE ACCIONES PARA LA DETERMINACIÓN DEL PRECIO FINAL: CRITERIOS DE DILIGENCIA DEBIDA

³³⁷ AICHER, R.D., *Derivatives...*, op. cit., 12-19.

La venta de las acciones de cobertura representa uno de los hitos esenciales del swap que referencia acciones, a partir del cual se liquidan las diferencias de precio de cotización de las acciones del contrato que determinan cuál de las partes resulta deudora de la otra. La práctica de mercado aconseja mantener los valores en cartera de negociación hasta el vencimiento, salvo que fuera aconsejable la venta anticipada de un número de acciones por exceso de cobertura de acciones sobre el importe del contrato, o porque hubiera un exceso de acciones disponibles. El precio de mercado obtenido con la venta de las acciones en cada una de las sesiones bursátiles de liquidación establecidas servirá para fijar el precio medio ponderado de las acciones, representativo del precio de liquidación, o precio final, a efectos del cálculo diferencial.

1. Operativa de venta de acciones

Las ventas de acciones efectuadas en las sesiones de valoración fijadas en la confirmación para el cálculo del precio final de las acciones subyacentes pueden representar un elevado porcentaje de las ventas totales del valor en cada una de las sesiones de valoración, presionando a la baja el precio de cotización, especialmente si el capital flotante libremente negociado es escaso. Se plantea entonces cual es la operativa de venta correcta si el intermediario financiero que tiene que determinar el precio final puede incrementar con la operativa de venta seguida el importe de liquidación final del swap, especialmente en los casos de pérdidas en que la operativa seguida puede incrementar la deuda a cargo del cliente.

La cuestión puede abordarse desde diferentes ópticas, con el problema del abuso de mercado como mar de fondo. Por un lado, el intermediario financiero tiene una

obligación de diligencia con su cliente, que le obliga a intentar obtener el mejor resultado posible en la venta de acciones para las operaciones del cliente (art. 79.Sexies LMV). Si dispone en cartera de un número de acciones superior al importe nominal del swap, deberá suspender las ventas de acciones para la cuenta propia durante las fechas de valoración del contrato. Toda su operativa de venta debería ir encaminada a minimizar el impacto que las ventas puedan tener sobre el precio de cotización de las acciones. Por otro lado, hay que presumir que el intermediario financiero actúa en el mejor interés de cliente, y que, adicionalmente, resulta contrario a los propios intereses del intermediario financiero presionar a la baja el precio de cotización ya que en este caso incrementa el riesgo de iliquidez y le resultará más difícil recuperar el importe invertido en la adquisición de las acciones de cobertura.

A todo ello hay que añadir que los documentos de confirmación o preconfirmación entre las partes suelen incluir pactos específicos acordando aspectos relevantes del procedimiento de venta de las acciones, cuyo eventual (y discutible) incumplimiento podría acarrear la obligación de indemnizar los daños acreditados al cliente, aparte de poder ser constitutivos de infracción administrativa de las normas de conducta establecidas en la LMV y en el Real Decreto 1333/2005.

2. *Prácticas de mercado prohibidas*

En la legislación española el abuso de mercado está regulado en los arts. 81 a 83 quáter de la LMV y en el Real Decreto 1333/2005, de 11 de noviembre, por el que se desarrolla la LMV en materia de abuso de mercado. Esta última norma transpone en el Ordenamiento español, entre otras disposiciones comunitarias, la Directiva

2003/124/CE de la Comisión, de 22 de diciembre de 2003, sobre la definición y revelación pública de la información privilegiada y la definición de manipulación de mercado. Concretamente, en el art. 83 ter de la LMV se prohíbe a toda persona o entidad que actúe o se relacione en el mercado de valores preparar o realizar prácticas que falseen la libre formación de los precios. El precepto incluye algunas prácticas que se consideran que pudieran falsear la libre formación de precios, pero sin pretensión de resultar exhaustiva, dentro de un sistema que se puede considerar de *numerus apertus*.

En desarrollo de los criterios anteriores y dentro de la iniciativa contra el abuso de mercado, la Dirección de Mercados Secundarios de la CNMV aprobó en junio de 2008 unos criterios sobre detección de las operaciones sospechosas de manipulación del mercado. Los criterios de la CNMV consideran las prácticas de negociación de acciones para intentar situar el precio de las acciones por encima o por debajo del precio de referencia inicial de las posiciones en derivados como comportamientos indiciarios de falseamiento en la libre formación de los precios de mercado, prohibidos bajo el art. 83 ter LMV y el Real Decreto 1333/2005.

Aunque se trata de una cuestión que debe ser examinada caso por caso, el Departamento de Mercados Secundarios de la CNMV ha venido fijando algunos criterios interpretativos aplicables en la operativa de venta de acciones bajo contratos de swap sobre acciones, extraídos de actuaciones supervisoras de la CNMV a instancia de parte en expedientes de denuncia ante el Departamento de Mercados Secundarios. En el análisis de operativas vendedoras, la CNMV ha considerado patrones indiciarios de manipulación de mercado las operativas que concentran las ventas durante la apertura de la sesión, los procedimientos que implican negociación combinada de las acciones

subyacentes y para la cuenta propia, y las operativas en posiciones cortas que suponga la concesión de préstamos de acciones a terceros por parte del intermediario, para la venta en corto³³⁸. El documento de confirmación puede incluir la mención de estos pactos, lo que no deja de ser un dato relevante de cara a las eventuales (y discutibles) responsabilidades derivadas de la operativa de liquidación.

IV. TERMINACIÓN ANORMAL: EL VENCIMIENTO ANTICIPADO

A) CAUSAS DE VENCIMIENTO ANTICIPADO IMPUTABLES U OBJETIVAS

Los contratos de permuta financiera referenciados a acciones o índices son contratos bilaterales que generan obligaciones recíprocas a cargo de las partes³³⁹. En caso de incumplimiento de las obligaciones establecidas, y conforme al régimen

³³⁸ Los comportamientos descritos en los arts. 2 y 3 del Real Decreto 1333/2005 que reproducimos abajo pueden referir situaciones indiciarias de manipulación del precio de cotización para determinar el precio de liquidación en los contratos de derivados:

“1. La venta o la compra de un valor o instrumento financiero en el momento de cierre del mercado con el efecto de inducir a error a los inversores que actúan basándose en las cotizaciones de cierre.

2. Cuando las órdenes de negociar dadas o las operaciones realizadas incluyen revocaciones de posición en un período corto y representan una proporción significativa del volumen diario de operaciones del respectivo valor o instrumento financiero en el correspondiente mercado regulado, y podrían estar asociadas con cambios significativos en el precio de un valor o instrumento financiero admitido a negociación en un mercado regulado.

3. Si las órdenes de negociar dadas cambian el mejor precio de demanda u oferta de un valor o instrumento financiero admitido a cotización en un mercado regulado, o en general, la configuración de la cartera de órdenes disponible para los operadores del mercado, y se retiran antes de ser ejecutadas.

4. Cuando las órdenes de negociar se dan o las operaciones se realizan en el momento específico, o en torno a él, en el que los precios de referencia, los precios de liquidación y las valoraciones se calculan y provocan cambios en las cotizaciones que tienen un efecto en dichos precios y valoraciones”.

³³⁹ Como hemos expuesto, la calificación del contrato de permuta financiera como contrato de prestaciones recíprocas es una cuestión controvertida que se discute abiertamente en sede concursal respecto del swap de tipos de interés, valorando a efectos de tener el contrato como de obligaciones recíprocas que existan dos obligaciones de pago o entrega diferentes: V. STS (Sala de lo Civil), de 8 de enero de 2013 (RJ 2013/1631) y de 9 de enero de 2013 (RJ 2013/1633).

previsto para las obligaciones recíprocas en el art. 1.124 CC, la parte *in bonis* puede optar entre exigir el cumplimiento o resolver anticipadamente el contrato. A este efecto, los contratos marco que documentan las operaciones de permuta financiera distinguen tradicionalmente dos tipos de incumplimientos resolutorios, dependiendo de si el supuesto de incumplimiento es imputable a una de las partes o tiene carácter objetivo o técnico.

En el Contrato Marco CMOF de la AEB, de general utilización en los contratos de derivados financieros sujetos a legislación española, se califican en uno y otro caso como causas de vencimiento por circunstancias “imputables” a una de las partes, y causas de vencimiento anticipado por circunstancias objetivas o “sobrevénidas”³⁴⁰. Se parte en todo caso de la libertad de pacto del vencimiento anticipado, pudiendo las partes ampliar, renunciar o modificar en los anexos de los contratos marco el contenido de las causas de vencimiento anticipado que comportan la pérdida del beneficio de plazo (1.127, 1.129 CC), en base al principio de autonomía de la voluntad³⁴¹. Esta

³⁴⁰ En la clasificación general de las causas de vencimiento anticipado, VEGA diferencia los supuestos en los que cabe apreciar la culpabilidad o negligencia de una de las partes (en los que sería plenamente aplicable el régimen de resolución anticipada de las obligaciones recíprocas ex art. 1.124 CC), de los supuestos de terminación anómala del contrato por cambio en las circunstancias que precedieron la celebración del mismo, v. VEGA VEGA, J.A., *El contrato de...*, op. cit., pp. 147 a 157; GÓMEZ JORDANA. I., “Los contratos de Productos Financieros Derivados: Caps, Floors, Collars”, *Estudios jurídicos sobre...*, op. cit., pp. 461.

³⁴¹ La jurisprudencia del Tribunal Supremo ha reiterado la validez de las cláusulas adicionales de vencimiento anticipado al amparo del principio de autonomía de la voluntad (art. 1.129, 1.255 CC). Así, las STS (Sala de lo Civil), de 12 de diciembre de 2008 (RJ 2009\152) y 16 de diciembre de 2009 (RJ 2010/702) han declarado la validez de la cláusula inserta en los préstamos hipotecarios por la que se ampliaban los supuestos de pérdida del beneficio del plazo del deudor que aparecen recogidos en el 1.129 CC, en base al principio de autonomía de la voluntad. Operando sobre el principio de autonomía de la voluntad, nada impide que las partes puedan pactar y aceptar un vencimiento anterior al día señalado como tal, pues, no se pueden identificar como únicos pactos admisibles de vencimiento anticipado los recogidos en el art. 1.129 CC, dado que este precepto no tiene carácter imperativo y no impide, en consecuencia, que las partes puedan llegar a acuerdos diferentes relativos a una posible exigibilidad anticipada por el acreedor.

libertad de pacto del vencimiento anticipado tiene alcance en los contratos de derivados OTC en los que el contrato marco normativo despliega todos sus efectos de eficacia normativa entre las partes.

Como supuestos de vencimiento anticipado por circunstancias imputables a una de las partes, se recogen entre las causas de vencimiento anticipado más relevantes, el incumplimiento de pago, el incumplimiento de otras obligaciones del contrato, la falta de aportación de garantías financieras, la disminución de la solvencia y el incumplimiento cruzado de otras obligaciones financieras con terceros o “cross-default”. Las causas de vencimiento anticipado por circunstancias objetivas hacen referencia a supuestos de naturaleza técnica, sobrevenidos e imputables a las partes, como consecuencia de la variación de las circunstancias debido a la aprobación de nuevas disposiciones legales o reglamentarias o a la modificación de la interpretación judicial o administrativa de disposiciones legales relevantes que afectan de forma sustancial a una de las partes, de manera que el cumplimiento del contrato deviene imposible a una de las partes (art. 1.184 CC).

Dentro de estas últimas, destacan el vencimiento anticipado por ilegalidad del contrato, la imposibilidad sobrevenida y el cambio en la normativa fiscal. En ambos tipos, incumplimiento culpable o imputable e incumplimiento sobrevenido o técnico, la resolución anticipada del contrato produce, como efecto inferido, el vencimiento anticipado de la operación de permuta financiera y de todas las restantes operaciones financieras formalizadas al amparo del contrato marco, con la pérdida del beneficio de plazo para el cumplimiento de las operaciones (arts. 1.127, 1.129 CC), si bien las

consecuencias económicas de la resolución anticipada son diferentes en uno y otro supuesto.

B) CONTEXTUALIZACIÓN DEL VENCIMIENTO ANTICIPADO

La materia del vencimiento anticipado del contrato, a efectos de la exigibilidad anticipada de las causas pactadas, debe partir de la condición de las partes intervinientes. Los contratos de permuta financiera que referencian acciones o índices son contratos de derivados en que los intervinientes son partes profesionales, bien porque en la operación de permuta financiera sobre acciones o índices ambas partes son contrapartes financieras (en los contratos referenciados a índices), bien porque una de las partes es una contraparte financiera y la otra un inversor profesional (en los contratos referencios a acciones).

Esta consideración profesional de las partes entendemos veda cualquier debate sobre el carácter pretendidamente abusivo de las cláusulas de vencimiento anticipado de los contratos marco de operaciones financieras. Al cliente profesional se le presumen los conocimientos y experiencia (art. 78 bis.3, 78 ter LMV) para consentir válidamente la incorporación de cláusulas de vencimiento anticipado en el contrato, y asumir los riesgos en caso de resolución anticipada de las operaciones sin que haya error, que en todo caso sería inexcusable y no esencial dada la simetría informativa existente.

Conviene recalcar que estamos en presencia de contratos financieros celebrados entre partes profesionales, que no son de adhesión y que están excluidos del ámbito de la legislación de consumidores y usuarios y de algunas normas de conducta aplicables a

la contratación de instrumentos financieros complejos, en los que el cliente profesional es la parte que solicita la contratación del swap al intermediario financiero. Se puede presumir en atención al art. 78 bis. 3 LMV, con los efectos legales que las presunciones comportan, que el cliente acepta válidamente el sistema de vencimiento anticipado propio de los acuerdos de compensación contractual al contratar la operación de permuta financiera.

En realidad, la resolución anticipada de los contratos de permuta financiera está asociada al incumplimiento de los sujetos que en el Regl. EMIR se consideran contrapartes no financieras (excluyendo por tanto a los intermediarios financieros), en operaciones de swap sobre valores negociables celebrados con clientes corporativos. En los swaps sobre índices entre partes profesionales es completamente inusual que pueda darse una situación de vencimiento anticipado en una contraparte financiera que es una entidad de crédito, una empresa de servicios de inversión o una sociedad gestora de instituciones de inversión colectiva.

Las entidades de crédito y las empresas de servicios de inversión están sometidas a supervisión prudencial de su actividad y más allá de casos muy aislados de reestructuración ordenada que pueden ser encauzados con las medidas de resolución correspondientes, es completamente anormal que concurra un supuesto de vencimiento anticipado material en una contraparte financiera que no pueda ser subsanado, evitando el impago o el vencimiento anticipado por otras causas. La activación de cláusulas de compensación convencional de los acuerdos marco en estos casos conllevaría la posibilidad de cancelación anticipada de otras operaciones abiertas, frustrando las medidas de saneamiento y continuidad de la entidad financiera que fueran aprobadas

por la autoridad de resolución. Por ello, la transposición de la Directiva 2014/59/UE de 15 de mayo de 2014 de resolución en el art. 66 de la Ley 11/2015 ha excluido la aplicación del “netting” a estas últimas en caso de apertura de un procedimiento de resolución³⁴².

Este planteamiento nos lleva a situar el riesgo de incumplimiento de las permutas financieras en el sujeto que en la relación contractual actúa como cliente-contraparte no financiera (sociedades mercantiles, accionistas de referencia, inversores cualificados, fondos de inversión libre, etc.), en operaciones de swap que recaen sobre acciones cotizadas. En nuestro análisis, nos centraremos en los supuestos de vencimiento anticipado consecuencia de circunstancias imputables, por falta de pago, el incumplimiento de la obligación de aportación de garantías financieras o la disminución de la solvencia financiera. Las anteriores quizás son las causas de vencimiento anticipado más relevantes y sobre los que existen precedentes de otros incumplimientos que han motivado la cancelación anticipada, bien por suponer el incumplimiento directo de la obligación principal de pago o entrega bajo el contrato, bien por ser indicadores de la pérdida de solvencia determinante de la pérdida de beneficio de plazo (arts. 1.127, 1.129 CC), en los otros dos supuestos mencionados.

C) LA FALTA DE PAGO

³⁴² Conforme, v. GARCIMARTIN, F., Resolución de entidades de crédito, contratos de derivados y garantías financieras: regreso a los principios concursales, en *RDBB* núm. 136, 2014, pp. 105-125: Las medidas de resolución de la Directiva 2014/59/UE “[...] excluyen que la mera adopción de instrumentos de resolución pueda ser causa de cancelación de los contratos, esto es, se produce una desactivación general (u ope legis) de los derechos de terminación contractual vinculados a la simple adopción de medidas de resolución”.

No hay duda de que el impago de las liquidaciones del swap en las fechas de liquidación preestablecidas es un incumplimiento esencial que genera en el intermediario financiero la frustración del fin contractual perseguido. Se trata de un incumplimiento esencial y de carácter resolutorio.

En los contratos marco de derivados de las principales asociaciones profesionales el plazo se define como un elemento esencial del contrato. La recepción de la prestación de efectivo o de valores negociables en el día cierto fijado (art. 1.125 CC) está generalmente interconectada y asociada al propio pago del intermediario financiero a otra contraparte financiera bajo una operación de cobertura paralela de la posición abierta de riesgo. El incumplimiento de pago puede repercutir o tener una influencia en el cumplimiento de las obligaciones del intermediario financiero con terceros relativas al mismo subyacente de la operación de permuta financiera.

La esencialidad del término en la formación de la voluntad contractual no implica, sin embargo, la extinción o la resolución automática *ipso iure* del contrato de permuta financiera si se incumple el pago en la fecha cierta. La resolución anticipada es una facultad del intermediario financiero, que podrá ejercer o no, sin que en el sistema de Derecho común la resolución opere automáticamente, pudiéndose, después de expirar el término fijado realizarse la prestación³⁴³. El cumplimiento de la prestación tardía por

³⁴³ En igual sentido, DÍAZ-RUIZ, E., “El contrato de swap...”, op. cit., pp. 773: “[...] Normalmente en estos contratos no se produce una resolución automática en el supuesto de que alguna de las partes incumpla sus obligaciones de pago en el momento en que debió de hacerlo, sino que se da al acreedor la facultad de resolver, pero esta facultad nace en el mismo momento en que se produjo el retraso en el pago. Por tanto, aun cuando el termino es esencial, debe caracterizarse como relativo o impropio, en el sentido de que no produce automáticamente la resolución del contrato sino que queda en manos del acreedor [...]; y también VEGA, J.A., *El contrato de...*, op. cit., pp. 135: “[...] Hay que indicar que, en estos casos, en que normalmente no existe un término esencial por ley o por

parte del cliente, objetivamente considerada, sigue siendo útil y puede aprovechar al intermediario financiero-acreedor. Para estos casos de prestación tardía, la doctrina ha afirmado que el término esencial se considera subjetivo e impropio, abogando por la subsistencia del contrato cuando el cumplimiento es posible y puede ser aprovechable, sin perjuicio del derecho a ser indemnizado por los daños y perjuicios generados por la mora³⁴⁴.

En este punto, no cabe sostener una posición extrema, ni en el sentido de abogar en todo caso por la subsistencia del contrato, lo que llevaría a mantener de forma indefinida la posibilidad de exigir la ejecución de lo convenido y conduciría a atentar contra la seguridad jurídica. Ni, por el contrario, suponer resuelto automáticamente el contrato por el mero retraso de pago, ya que igualmente atentaría contra la seguridad jurídica, pues bastaría con un retraso deliberado del cliente para dejar de cumplir la prestación pactada, sabedor de los efectos de resolución anticipada.

En caso de impago en la fecha cierta, la aplicación de plazos de gracia para subsanar el incumplimiento dependerá de lo establecido en el contrato marco. El modelo de Contrato Marco CMOF de la AEB no establece un plazo de subsanación a efectos del impago, de forma congruente con la esencialidad de los plazos en el cumplimiento de las obligaciones financieras, aunque la concesión de un plazo de dos o tres días para subsanar el incumplimiento pueda entenderse como un uso aceptado (art.

su propia naturaleza (llamado absoluto), dado que siempre será posible una prestación extemporánea, nos encontramos ante un negocio a fechas fijas, y como el término en estos casos no ese esencial por naturaleza, sino subjetivo, puede facultar al acreedor a que, en vez de ejercitar la acción resolutoria que le asiste, acepte la prestación extemporánea y el correspondiente resarcimiento de daños y perjuicios”.

³⁴⁴ DÍAZ RUIZ, E., El contrato de swap..., op. cit., pp. 773.

2 CCom). Más allá de estos plazos de subsanación, la declaración del vencimiento anticipado del contrato, con la exigibilidad del importe neto de las operaciones adeudadas no está sujeto a mayores requisitos de espera en caso de impago, como pueda ocurrir en la contratación de préstamos hipotecarios en las que se exige para el vencimiento anticipado del plazo y ejecución hipotecaria el impago de, al menos, tres plazos o de un número de cuotas que suponga que el deudor ha incumplido su obligación por un plazo, al menos, equivalente a tres meses (art. 693.2 LEC).

Desde que el cliente incumple la obligación de pago en la fecha establecida en la confirmación se encuentra en mora, sin necesidad de interpelación, devengándose intereses de demora al tipo de interés de demora acordado sin necesidad de intimación (arts. 61, 63, 76, 83 CCom; 1.108 CC). El deudor que incumple no puede exonerarse de la mora, ya que el cumplimiento tardío sólo es posible a instancia, y con la aquiescencia expresa del acreedor.

D) EL INCUMPLIMIENTO DE LA OBLIGACIÓN DE APORTACIÓN DE GARANTÍAS FINANCIERAS

Se refiere este supuesto al incumplimiento de la obligación contractual de aportación de garantías financieras fiduciarias de efectivo o valores negociables al intermediario financiero, en caso de variación de la cotización del subyacente sobre el porcentaje acordado en el contrato marco. Se trata de una obligación caracterizada como de entrega en los contratos marco consistente en la aportación de garantías financieras fiduciarias por parte del cliente. La obligación incumbe exclusivamente al cliente,

quedando el intermediario financiero eximido de los requisitos de aportaci3n de garantías.

La suscripci3n de contratos de permuta financiera referenciados a acciones o índices conlleva la aceptaci3n de las obligaciones de aportaci3n de garantías financieras por ajuste a valor de mercado del subyacente. Estas reglas se incluyen en el contrato marco de garantías financieras firmado por las partes y vinculan al cliente a realizar la aportaci3n de garantías financieras de efectivo o valores negociables mediante transmisi3n de su propiedad. El cliente debe aportar el efectivo o valores negociables requeridos por el intermediario financiero para cubrir el diferencial entre los precios de mercado y de contrataci3n de la operaci3n del subyacente. Debe tenerse en cuenta que en el sistema de garantías fijas y complementarias del contrato por ajuste a valor de mercado la transmisi3n del efectivo es un verdadero pago a cuenta aplicado definitivamente a la liquidaci3n del contrato al vencimiento ordinario o anticipado.

El incumplimiento de la obligaci3n de aportaci3n de garantías financieras fiduciarias es un indicador inequívoco de la p3rdida de solvencia de la contraparte e, incluso, puede considerarse la antesala de la solicitud de concurso voluntario del cliente que incumple la obligaci3n de garantía. Quien no puede cumplir con la obligaci3n de transmisi3n de garantías financieras asegurando el cumplimiento futuro, incumple ya el contrato marco y es probable que incumpla también las obligaciones de pago en la liquidaci3n del contrato.

Las exigencias regulatorias impuestas a las entidades financieras para la gesti3n del riesgo de contraparte obligan a ser valorar diariamente los derivados y ser muy

estricto en el intercambio de garantías oportuno y exacto a la contraparte en los contratos de derivados extrabursátiles no compensados (art. 11.3 Regl. EMIR). Se trata por tanto un incumplimiento que puede ser considerado esencial en el contexto de una relación entre partes profesionales, de especial trascendencia en las operaciones de permuta financiera en atención a su carácter de contratos no compensados de forma centralizada³⁴⁵.

E) LA DISMINUCIÓN DE LA SOLVENCIA FINANCIERA

La disminución de la solvencia económica del cliente o del garante es un supuesto de vencimiento anticipado recogido en los contratos marco, que puede aparecer subsumido en varias causas de vencimiento anticipado. La formulación del supuesto en los redactados incluidos en los contrato marco está asociado a la reducción de la solvencia financiera como consecuencia de la participación en operaciones de fusión, escisión, cesión de activos o pasivos o “cualquier otra operación de similar naturaleza”, o al vencimiento anticipado de contratos de financiación determinados, de especial significación en la estructura de financiación del cliente por las consecuencias aparejadas al incumplimiento de los compromisos financieros asumidos en ellos.

En el régimen de resolución anticipada de contratos marco, la disminución de la solvencia está unida al acaecimiento de hechos o circunstancias que, de forma inequívoca, revelan exteriormente la incapacidad para poder hacer frente a las obligaciones de pago bajo el contrato. El incumplimiento resolutorio no es en estos

³⁴⁵ Respecto a la doctrina norteamericana sobre la esencialidad de la obligación de aportación de garantías, v. DURHAM, S., *Terminating derivative Transactions*, Practising Law Institute, 2011, pp. 3-16; y también AICHER, R.D., *Derivatives...*, op.cit., pp. 11-11.

casos consecuencia del impago o de la negativa a aportar garantías adicionales sino que deriva del juicio subjetivo del intermediario financiero sobre la disminución de solvencia de carácter sustancial. Se podría pensar por tanto que el incumplimiento es de una obligación accesorio, ajena o secundaria a la obligación de pago principal, para el cual la sanción de resolución anticipada es excesiva³⁴⁶.

En otros ámbitos de contratación, como los de la contratación de préstamos hipotecarios, el vencimiento anticipado por disminución de la solvencia como consecuencia de operaciones de reestructuración con efectos adversos o de la resolución anticipada de otras obligaciones financieras principales sería considerado un supuesto de exigibilidad anticipada abusivo o contrario a las exigencias de la buena fe (arts. 7, 1.256 CC), que conllevaría la denegación de acceso registral de las garantías hipotecarias.

En los contratos de derivados como las operaciones de permuta financiera sobre acciones o índices, el incumplimiento contractual relacionado con la disminución severa

³⁴⁶ La disminución acelerada de la solvencia financiera, junto con el posterior incumplimiento en la aportación de garantías financieras, fue una de las causas de vencimiento anticipado aducidas por parte de Banco Santander para declarar el vencimiento anticipado de diversos contratos de permuta financiera sobre acciones de Inmobiliaria Colonial suscritos con Gaesco Bolsa, S.V. entre julio y diciembre de 2007. En un hecho relevante remitido a la CNMV el 19 de noviembre de 2007, la sociedad de valores Gaesco Bolsa, S.V. reconoció pérdidas materiales por importe de 40,7 millones de euros derivadas de la exposición a acciones de Inmobiliaria Colonial en virtud de los citados contratos de permuta financiera. El hecho relevante de Gaesco Bolsa, S.V. reconociendo la disminución de su solvencia, junto con la falta de aportación de garantías adicionales solicitadas, desencadenó el vencimiento anticipado posterior de numerosos contratos de “equity swap” suscritos entre las partes. V. al respecto la SAN de 6 de febrero de 2012 (JUR 2012/82905) en el contencioso derivado de las permutas financieras con Gaesco, que menciona las ventas masivas de acciones de Inmobiliaria Colonial antes de comunicar el vencimiento anticipado a Gaesco por pérdida de solvencia e incumplimiento de garantías. Sin entrar a discutir el fondo de estos contratos sujetos a arbitraje (la SAN únicamente analiza el archivo de la denuncia del expediente de investigación en CNMV), la sentencia si deja entrever la corrección de la resolución anticipada llevada a cabo por el banco.

de la solvencia financiera es un incumplimiento que anticipa un incumplimiento de pago definitivo³⁴⁷. En esta valoración del incumplimiento prevalecen los aspectos de solvencia patrimonial manifestada sobre las posibles garantías accesorias de la operación³⁴⁸.

V. EFECTOS DEL INCUMPLIMIENTO: ESPECIALIDADES DEL RÉGIMEN DE RESOLUCIÓN ANTICIPADA DE LAS PERMUTAS FINANCIERAS

A) CONSIDERACIONES GENERALES

Es doctrina general de los contratos con prestaciones recíprocas que en caso de incumplimiento, la parte no incumplidora puede optar por exigir el cumplimiento o declarar el vencimiento anticipado del contrato, al amparo del régimen de resolución anticipada de los contratos con obligaciones recíprocas del art. 1.124 CC. La aplicación del régimen resolutorio requiere, conforme a la doctrina jurisprudencial reiterada, el

³⁴⁷ El concepto de “incumplimiento anticipado” aparece recogido en la Propuesta de Modernización del Código Civil en materia de Obligaciones y Contratos elaborada por la Sección Primera, de Derecho Civil, de la Comisión General de Codificación, publicada en enero de 2009. En la redacción del art. 1.200.2 CC de la Propuesta se prevé la resolución del contrato por parte del acreedor si existe un riesgo patente, anticipado, de incumplimiento esencial: “*También podrá el acreedor resolver el contrato cuando exista un riesgo patente de incumplimiento esencial del deudor y éste no cumpla ni preste garantía adecuada de cumplimiento en el plazo razonable que el acreedor le haya fijado al efecto. La fijación de plazo no será necesaria en ninguno de los casos a que se refieren los párrafos anteriores si el deudor ha declarado que no cumplirá sus obligaciones*”.

³⁴⁸ Como apunta GÓMEZ-JORDANA, la relevancia de la garantía y su posible ejecución pasa a un segundo plano primando la solvencia patrimonial de la contraparte: “[...] *Ocupa el centro de las prioridades la capacidad financiera del acreditado para atender las obligaciones de pago cuando estas se produzcan. El negocio, puede decirse es de los llamados intuitu personae y por ello, aun atribuyendo importancia a lo patrimonial, cobra lo estrictamente personal una relevancia esencial*” (GÓMEZ JORDANA. I., “Los contratos de...”, op. cit., pp. 464); y también MANZANARES SECADES, A., “Las cláusulas de vencimiento anticipado en los contratos de financiación en el ámbito de banca corporativa”, en AA.VV (coord. CABANILLAS, A.), *Estudios jurídicos en homenaje al profesor Luis Díez-Picazo*, Civitas, 2012, pp. 2373.

previo cumplimiento o la disposición a poder cumplir con las obligaciones bajo el contrato por parte de quien quiere optar al remedio resolutorio. Por ello, la resolución de los contratos se hace depender de la explicitación de la voluntad de resolución anticipada del contrato por parte de la parte que ha cumplido y puede optar entre el cumplimiento o la resolución.

La resolución anticipada se ha configurado en nuestro Derecho como una facultad discrecional de la parte *in bonis*, y no como un efecto de automática procedencia en caso de incumplimiento. Este planteamiento es todavía más acusado en el contexto de los contratos de permuta financiera si se tiene en cuenta que la resolución anticipada puede ser perjudicial para el intermediario financiero que opta a resolver el contrato si la resolución anticipada de la operación de permuta financiera u otras operaciones vigentes bajo el acuerdo marco resulta en una cantidad a pagar por su parte a la contraparte, a pesar del incumplimiento³⁴⁹. En estos casos puede resultar aconsejable esperar a que el

³⁴⁹ Recuerda DURHAM que con ocasión de la suspensión de pagos bajo el Capítulo 11 de la Ley de Quiebras de Estados Unidos de la matriz Lehman Brothers Holding Inc. el 15 de septiembre de 2008, una gran mayoría de contrapartes de Lehman Brothers (más de 190.000 contratos) decidió no declarar el vencimiento anticipado de los contratos de derivados con Lehman Brothers, que de otra forma les hubiera obligado a afrontar liquidaciones negativas millonarias a pagar, v. DURHAM, S., *Terminating derivative...*, op. cit., 4-2. Esta misma autora analiza las posibles consecuencias negativas en el Contrato Marco ISDA si las partes han pactado la inclusión de una cláusula de “terminación anticipada automática” en caso de concurso, disolución o liquidación de la contraparte, en cuyo caso el vencimiento anticipado no es una opción, sino que ocurre automáticamente sin necesidad de declaración al efecto, con las consecuencias favorables o adversas que haya lugar. La cláusula de está ideada para su utilización en aquellas jurisdicciones que admiten las acciones de reintegración sobre los acuerdos de compensación contractual, con el objetivo de generar un saldo neto que no puede ser reintegrado a la masa activa en el procedimiento seguido posteriormente. En la doctrina española DÍAZ RUIZ, E., IGLESIAS, J.: “A propósito de los contratos de...”, pp. págs. 213-246. ha analizado el tratamiento del vencimiento anticipado como opción discrecional del intermediario financiero que ha cumplido y se ve abocado a hacer frente a liquidaciones negativas de su posición si procede con la cancelación anticipada.

intermediario financiero sea la parte que tenga el derecho a recibir pagos bajo el contrato de permuta financiera³⁵⁰.

B) EL TRATAMIENTO PRIVILEGIADO DE LAS PERMUTAS FINANCIERAS EN LAS SITUACIONES DE CANCELACIÓN ANTICIPADA: EL RDLACC COMO LEGISLACIÓN ESPECIAL

La complejidad e interdependencia en el mercado financiero de las operaciones sobre instrumentos financieros derivados justifica ampliamente que se les haya dispensado un tratamiento especial. Las operaciones de derivados OTC, no solo las permutas financieras sobre acciones o índices, están interrelacionadas unas con otras: el riesgo de contraparte en que incurre una parte se mitiga –y a la vez traslada– con negocios de cobertura a otras contrapartes. El incumplimiento cobra así una dimensión que excede del ámbito bilateral de las partes y que en función del tamaño de las entidades afectadas puede perturbar a la estabilidad financiera y afectar a los sistemas de pago y compensación. Por ello se hace imprescindible contar con reglas especiales que favorezcan la reducción del riesgo de crédito de contraparte y tutelen la posición de los intermediarios financieros que operan en mercados no compensados como objetivo de política legislativa³⁵¹. El principal de estos mecanismos, la compensación

³⁵⁰ DURHAM, S., *Terminating derivative...*, op. cit., 4-2.

³⁵¹ El fundamento de esta régimen especial de resolución anticipada de los acuerdos de compensación contractual se encuentra en la complejidad e interdependencia de las operaciones financieras, interrelacionadas unas con otras, de forma que los efectos del concurso en un contrato pueden tener efectos inferidos sobre otros, v. URÍA, F., “El régimen concursal aplicable a los acuerdos de compensación contractual. Estado de la cuestión”, en *RDCP*, núm. 12, 2010, pp. 65; URÍA, F., “Efectos del Concurso sobre los contratos bancarios”, en *Papeles de la Fundación de Estudios Financieros*, núm. 33, 2009, pp. 158; IGLESIAS, J.L., MASSAGUER, J., “Los efectos del concurso...”, op. cit., pp. 549 a 592.

convencional anticipada, es un pilar fundamental para la reducción del riesgo de crédito de las entidades de crédito.

Con esta finalidad, en la legislación española se viene reconociendo un tratamiento que se ha dado en denominar especial o privilegiado al vencimiento anticipado por causa del concurso de los acuerdos de compensación contractual que documentan los contratos de derivados financieros. La especialidad en la aplicación de este régimen se sustenta en la Disposición Adicional Segunda de la Ley Concursal. Las disposiciones relevantes que lo instituyen son los arts. 5 y 16 del RDLACC y establecen la inmunidad del derecho de resolución anticipada de los intermediarios financieros en situaciones concursales de la contraparte y la posibilidad de compensación convencional anticipada de las operaciones sobre instrumentos financieros derivados al saldo neto en caso de concurso u otra causa de incumplimiento³⁵².

C) EL PROCEDIMIENTO DE RESOLUCIÓN ANTICIPADA

Los contratos de permuta financiera son contratos mercantiles autónomos para cuya documentación se acude a las técnicas de los acuerdos marco de compensación contractual. Siendo el contrato de swap diferente del contrato que le presta soporte contractual, la resolución anticipada del swap recae precisamente sobre el acuerdo marco de operaciones financieros, resolviendo tanto la permuta financiera como las restantes que tengan vigentes las partes.

³⁵² V. SANJUÁN, E., “Ingeniería financiera y derecho concursal”, en *RDCP*, núm. 6, 2007, pp. 254; IGLESIAS, J.L., MASSAGUER, J., “Los efectos del concurso...”, *op. cit.*, pp. 549 a 592; URÍA, F., “El régimen concursal aplicable a...”. *op. cit.*, pp. 65; y también, en la doctrina norteamericana, DURHAM, S., *Terminating derivative...*, *op. cit.*, 2-2.

En consecuencia, el seguimiento de los pactos de vencimiento anticipado del contrato marco resulta fundamental para no perjudicar las acciones de indemnización de daños y perjuicios. Se han dado casos de resolución anticipada no comunicadas previamente a la contraparte, en las que el intermediario financiero canceló primero su posición de cobertura vendiendo acciones en el mercado sin haber declarado previamente la existencia del incumplimiento resolutorio del swap de acciones, que por otra parte puede ser cuestionado por la contraparte.

La operativa de resolución anticipada de los acuerdos marco prevé que la parte no incumplidora notificará la declaración de vencimiento anticipado a la otra parte, fijando en la comunicación de resolución anticipada remitida la fecha en que la cancelación anticipada tendrá efectos. En la práctica, el envío de las notificaciones en los contratos con inversores profesionales suele hacerse ante notario para su constancia fehaciente mediante el levantamiento de acta notarial de remisión de documentos por correo, dejando unida la comunicación de resolución anticipada al acta. A partir de la fijación de la fecha de vencimiento anticipado quedarán en suspenso las obligaciones de pago o entrega respecto de las operaciones cuyo vencimiento se haya anticipado, pendiente del cálculo del importe de liquidación de las operaciones resueltas.

El efecto jurídico del vencimiento anticipado es la pérdida del beneficio de plazo y la anticipación del vencimiento ordinario pactado de la operación de permuta financiera sobre acciones o índices (arts. 1.127, 1.129 CC), así como de la totalidad de las restantes operaciones concertadas al amparo del contrato marco de referencia como acuerdo marco de compensación contractual. La finalidad de la previsión busca reducir

todas las operaciones a una única obligación exigible, cuyo importe viene determinado por el saldo neto de todas ellas reclamable en el concurso de la contraparte con la calificación concursal correspondiente.

D) LA INMUNIDAD DE LA ACCIÓN RESOLUTORIA EN CASO DE CONCURSO

Como quiera que la operación de permuta financiera sobre acciones o índices se habrá contratado en el ámbito de un acuerdo marco de compensación contractual financiero, las disposiciones básicas a las que queda sometido el contrato de permuta financiera en caso de resolución serán las que se incluyan en el propio acuerdo marco, resultando de aplicación la normativa específica del RDLACC dictada para la regulación de los acuerdos de compensación contractual, así como el tratamiento privilegiado que en el RDLACC se les dispensa.

Las reglas específicas del RFGF constituyen *lex specialis* de aplicación preferente en virtud de la Disposición Adicional Segunda de la Ley Concursal, exceptuando las reglas generales de la Ley Concursal relativas a los efectos de la declaración del concurso sobre los contratos y su vigencia. Frente a las reglas generales instituidas por la Ley Concursal respecto a la no interrupción de la actividad profesional o empresarial del concursado (art. 44 LC) o la consideración como “no puestas” de las cláusulas convencionales que establezcan la facultad de resolución o la extinción de los contratos por la sola causa de la declaración del concurso de cualquiera de las partes (art. 61.3 LC), el RDLACC establece reglas contrarias a lo dispuesto en la Ley Concursal.

Se pueden ejercitar los derechos de resolución anticipada una vez declarado el concurso, compensando el importe concurrente, e insinuando el exceso en el trámite de comunicación de créditos de la concursada. La *ratio legis* de esta normativa especial es clara y precisa: establecer una técnica de reducción del riesgo de crédito, con reconocimiento jurídico-financiero, prudencial y concursal para el caso de que la contraparte no financiera no sea capaz de responder de las obligaciones contraídas por causa de incumplimiento, concurso, liquidación u otra circunstancia similar³⁵³.

De acuerdo con este planteamiento, el art. 5 del RDLACC reconoce el derecho de la parte cumplidora a exigir el saldo neto de la liquidación de todas las operaciones en caso de vencimiento anticipado. Para que la compensación convencional no quede desactivada por causa del concurso, el art. 16.1 del mismo texto legal señala que la declaración de vencimiento anticipado en el marco de un acuerdo de compensación contractual “*no podrá verse limitada, restringida o afectada en cualquier forma por la apertura de un procedimiento concursal*”. En virtud de este régimen de resolución privilegiado de los contratos de derivados financieros, las partes podrán considerar vencido anticipadamente el contrato de swap de acciones o índices, como consecuencia de cualquier incumplimiento anterior al concurso, o por la solicitud o la declaración judicial de concurso de acreedores si así lo han pactado expresamente. Será facultad de la parte no incumplidora decidir si ejercita o no la acción resolutoria (art. 1.124 CC),

³⁵³ URÍA, F., “El régimen concursal aplicable a...”. *op. cit.*, pp. 66; IGLESIAS, J.L., MASSAGUER, J., “Los efectos del concurso...”, *op. cit.*, pp. 549 a 592, estos últimos, en el dictamen elaborado para la AEB, sobre la inmunidad de los acuerdos de compensación contractual para ejercitar los derechos de resolución anticipada: “[...] *En consecuencia, los efectos de la apertura del concurso sobre la persona del deudor concursado no son impedimento ni obstáculo para que el Contrato Marco produzca sus efectos*”.

pero si la ejercita, la circunstancia de estar la contraparte en situación de concurso de acreedores no será obstáculo para ello.

E) LA COMPENSACIÓN CONVENCIONAL EN CASO DE VENCIMIENTO ANTICIPADO (“CLOSE-OUT NETTING”)

Los contratos de permuta financiera sobre acciones o índices son operaciones financieras integradas en acuerdos marco de compensación financiera³⁵⁴. Estos contratos se califican como de compensación contractual por la función primordial que el instituto de la compensación opera en ellos. Con esta finalidad, los principales contratos marco predispuestos por las asociaciones profesionales incluyen por pacto expreso la compensación convencional anticipada de cantidades adeudadas en caso de concurso de la contraparte (“close-out netting”).

Esta compensación convencional tiene lugar en caso de un incumplimiento de la contraparte (el concurso u otro incumplimiento que dé lugar a la resolución) y en su naturaleza jurídica es un pacto diferente de la compensación por saldos de las obligaciones de pago liquidadas por diferencias en situaciones de normal cumplimiento. La compensación convencional se configura aquí como un derecho contractual discrecional a la resolución anticipada de la parte *in bonis* por causa del concurso cuyo efecto principal es el vencimiento de plazo de todas las operaciones abiertas (arts. 1.124, 1.127, 1.129 CC). El ejercicio del derecho conlleva la anticipación del plazo de la

³⁵⁴ Así lo establece expresamente la Estipulación 1.1 del Contrato Marco CMOF de AEB: “*Las operaciones financieras (en adelante, las Operaciones) que se convengan a su amparo, mediante el correspondiente documento de confirmación (en adelante, la Confirmación) se entenderán integradas en el objeto del presente Contrato Marco, siéndoles de aplicación lo dispuesto en el mismo, sin perjuicio de las condiciones específicas que puedan contener las Confirmaciones.*”

operación de permuta financiera incumplida y de las demás operaciones concertadas al amparo del mismo contrato marco, el cálculo del saldo neto de la operación u operaciones vigentes y la compensación contractual de saldos recíprocamente adeudados. El importe neto adeudado representará la cantidad a pagar por la parte a quien corresponda, una vez operada previamente la compensación de las operaciones vigentes entre las partes. Es el único importe exigible en el procedimiento concursal tras haber reducido los importes adeudados al neto.

Las cláusulas de compensación convencional son un factor mitigante del riesgo de crédito cuyo reconocimiento explícito viene siendo un objetivo de política legislativa financiera, en cumplimiento de las directrices de política comunitaria. La causa principal de estos pactos hay que buscarla en la reducción de la exposición por riesgo de crédito de las entidades de crédito en caso de vencimiento anticipado por causa del concurso u otro incumplimiento de la contraparte, minorando las exigencias de recursos propios de las entidades de crédito que realizan operaciones de intermediación en derivados financieros. Su admisibilidad, ya reconocida en la Disposición Adicional Décima de la Ley 37/1988, ha sido posteriormente refrendada en las Circulares del Banco de España y por la doctrina y la jurisprudencia que ha admitido la licitud de las previsiones contractuales contenidas en los acuerdos marco de compensación que atribuyen a una de las partes la facultad de terminación anticipada³⁵⁵.

³⁵⁵ El dictamen elaborado a instancias de la AEB y de la CECA en el año 2006 –tras la aprobación del RDGF- por los Profs. IGLESIAS y MASSAGUER sobre la consideración del CMOF de la AEB como acuerdo de compensación contractual apto para reducir el riesgo de contraparte, consideró previsiones contractuales “lícitas” los pactos del Contrato Marco sobre el vencimiento anticipado de las obligaciones aplazadas (“[...] *nada se opone a que el Contrato Marco pueda establecer válida y eficazmente la fusión y pérdida de individualidad de los créditos procedentes de las Operaciones Financieras, y en particular de las que terminen anticipadamente, como consecuencia precisamente*

En la normativa de recursos propios exigibles a las entidades de crédito, pionera en el reconocimiento prudencial del “netting”, la Circular 3/2008, de 22 de mayo, del Banco de España, sobre determinación y control de los recursos propios mínimos de las entidades de crédito, ha reconocido la validez de los acuerdos de compensación contractual como técnica de reducción del riesgo de contraparte³⁵⁶. Conforme a los

de su vencimiento y sujeción al sistema de pagos de sumas netas programado convencionalmente”); v. IGLESIAS, J.L., MASSAGUER, J., “Los efectos del concurso...”, *op. cit.*, pp. 549 a 592.

³⁵⁶ En la Norma Septuagésima Sexta de la Circular 3/2008, de 22 de mayo, del Banco de España, a entidades de crédito, sobre determinación y control de los recursos propios mínimos se relacionan los acuerdos de compensación contractual que las entidades de crédito podrán utilizar, y en la Norma Septuagésima Séptima de la Circular 3/2008, se establecen los siguientes requisitos para la admisibilidad de los acuerdos de compensación contractual como técnica de reducción del riesgo de contraparte:

“1. La utilización de la compensación contractual como técnica de reducción del riesgo de contraparte exigirá el cumplimiento de los siguientes requisitos:

i) Que la entidad de crédito haya celebrado con su contraparte un acuerdo de compensación contractual en virtud del cual se cree una única obligación jurídica que abarque todas las transacciones incluidas en él, y por el que, en el caso de que una contraparte no sea capaz de responder por causa de incumplimiento, concurso o liquidación, u otra circunstancia similar, la entidad tenga el derecho a recibir o la obligación de pagar únicamente la suma neta de los valores positivos y negativos valorados a precios de mercado de las distintas transacciones incluidas.

ii) Que la entidad de crédito disponga de dictámenes jurídicos fundamentados y por escrito que permitan concluir que, en caso de litigio y en los supuestos descritos en el inciso i), los tribunales de justicia y las autoridades administrativas competentes considerarían que los derechos y obligaciones de la entidad de crédito se limitan únicamente al importe de la suma neta, de conformidad con lo expuesto en el inciso anterior y en virtud de la siguiente normativa:

- Legislación del territorio en que esté constituida la contraparte y, si interviene una sucursal extranjera de una empresa, también en virtud de la legislación del territorio en que esté situada dicha sucursal

- Legislación aplicable a las distintas transacciones incluidas en el acuerdo.

- Legislación aplicable a cualquier contrato o acuerdo necesario para que surta efecto la compensación contractual.

Dichos dictámenes jurídicos podrán ser redactados para cada tipo de acuerdos de compensación contractual.

iii) Que la entidad de crédito disponga de procedimientos que permitan garantizar que la validez jurídica de su compensación contractual será revisada a la luz de cualquier posible modificación de las normativas pertinentes

iv) Que la entidad de crédito mantenga toda la documentación exigida en sus archivos.

v) Que los efectos de la compensación se incluyan en la medición, por parte de la entidad de crédito, de la exposición agregada al riesgo de crédito de cada contraparte y que la entidad gestione su riesgo de contraparte sobre esta base.

criterios para la reducción del riesgo de crédito a la exposición neta, el valor de cualquier exposición en una operación de permuta financiera sobre acciones o índices se determinará teniendo presente los efectos del acuerdo marco de compensación contractual de soporte con la contraparte, posibilitando la compensación de riesgos con contrapartes no financieras que tienen abiertas múltiples operaciones de derivados.

El texto del RDLACC ha sistematizado la normativa aplicable sobre acuerdos de compensación contractual anteriormente dispersa en la Disposición Adicional Décima de la Ley 37/1988 y en la Circular del Banco de España 12/1996, de 29 de noviembre, que dio entrada a los acuerdos de compensación contractual a nivel regulatorio³⁵⁷. En el art. 2 del RDLACC se reconoce la validez de los acuerdos que prevean la creación de *“una única obligación jurídica”* que abarque todas las operaciones abiertas y firmadas al amparo del acuerdo marco en virtud de la cual, en caso de vencimiento anticipado, *“las partes sólo tendrán derecho a exigirse el saldo neto del producto de la liquidación de dichas operaciones”*. El importe neto de la operación u operaciones financieras amparadas en el acuerdo de compensación contractual se incluirá como crédito de la masa activa o deuda de la masa pasiva, con la calificación concursal correspondiente, en caso de apertura de un procedimiento concursal (art. 16.2 RDLACC).

vi) *Que el riesgo de crédito asumido con cada contraparte se agregue para llegar a una sola exposición legal entre operaciones. Esta agregación se tendrá en cuenta a efectos de límites crediticios y de capital interno.*

Cuando el Banco de España lo considere adecuado para evaluar la validez jurídica de la compensación en el territorio implicado, consultará a las correspondientes autoridades competentes. Si una de dichas autoridades competentes no quedara satisfecha a este respecto, el acuerdo de compensación contractual no podrá ser utilizado como técnica de reducción del riesgo por ninguna de las partes. Los contratos que contengan una disposición que permita a una contraparte que no haya incumplido, realizar sólo pagos limitados, o incluso la posibilidad de no hacer frente al importe neto que le correspondiera pagar a la parte incumplidora por las operaciones incluidas en el acuerdo, aun siendo dicha parte incumplidora acreedora neta, no podrán ser utilizados como técnica de reducción del riesgo.”

³⁵⁷ URÍA, F., “El régimen concursal aplicable a...”. *op. cit.*, pp. 62-63.

A nivel documental, los principales convenios marco de operaciones financieras incluyen de forma expresa los pactos de compensación convencional anticipada en caso de concurso. El Contrato Marco CMOF de la AEB, basado en el “Master Agreement” de ISDA, reconoce ampliamente la compensación convencional anticipada por causa del concurso, incluyendo en su Estipulación Duodécima la posibilidad de vencimiento anticipado de todas las operaciones que estén en vigor entre las partes en caso de incumplimiento de la contraparte, como consecuencia del concurso de acreedores u otras causas de vencimiento anticipado por circunstancias imputables a las partes.

F) EJECUCIÓN DE GARANTÍAS: APROPIACIÓN DEL COLATERAL

El incumplimiento de la operación de permuta financiera tiene otros efectos jurídicos aparte del vencimiento anticipado. El principal de ellos es la apropiación o ejecución de garantías financieras fiduciarias constituidas a favor del intermediario financiero. Vencido el contrato de permuta financiera, el intermediario financiero puede apropiarse definitivamente del efectivo o los valores de deuda pública objeto de aportación, cesando los deberes fiduciarios de restitución de las garantías (art. 1.858 CC).

El tratamiento de estas garantías financieras fiduciarias es equiparable a las operaciones de derivados abiertas entre las partes: el intermediario financiero puede liquidar por compensación el importe de cualesquiera garantías financieras depositadas o constituidas contra el importe definitivo vencido, adeudado por la contraparte (art. 11.1 RDLACC).

VI. LA CANTIDAD A PAGAR EN CASO DE VENCIMIENTO ANTICIPADO DEL CONTRATO DE PERMUTA FINANCIERA SOBRE ACCIONES O ÍNDICES

Entra dentro de la lógica económica de estos contratos que la declaración de vencimiento anticipado solo se inste si la anticipación de plazo de la operación de permuta financiera incumplida, así como de las restantes operaciones financieras vigentes entre las contrapartes, no resulta en una cantidad a pagar a la contraparte por el intermediario financiero que ha cumplido su obligación prestando la cobertura. La cancelación anticipada del contrato marco entre las partes, consecuencia del vencimiento anticipado, generará un coste de cancelación a una de las partes. Entre las contrapartes puede haber una pluralidad de operaciones financieras cuyo valor agregado puede ser positivo para la parte que actúa como cliente. El intermediario financiero deberá tener en cuenta la estimación del coste de cancelación anticipada de las mismas antes de declarar el vencimiento anticipado.

La forma de referenciar el coste de cancelación de contrato es mediante la determinación de su valor de mercado. En el Contrato Marco CMOF, el criterio de valor de mercado es el criterio de aplicación prevalente para el cálculo de la “cantidad a pagar”. Solo si no es posible calcular el valor de mercado se aplicará en su defecto el criterio de valoración sustitutiva. Para el cálculo del valor de mercado el Contrato Marco CMOF de la AEB establece un procedimiento específico para determinar el coste de cancelación, para la obtención de la cantidad a pagar.

Las permutas financieras son contratos de cálculo complejo en cuanto a su valor de mercado, consecuencia de su falta de negociabilidad. Su valor de mercado se obtiene calculando el valor neto presente de los flujos futuros del swap. El valor neto presente es un procedimiento de descuento de flujos de caja que permite calcular el valor a fecha presente de los flujos dinerarios que se deberían percibir o pagar el cliente hasta la extinción ordinaria del contrato. En el caso de que haya otras operaciones de derivados entre las partes de las que resulten importes adeudados al cliente, el valor de mercado de un contrato de permuta financiera sobre acciones o índices bursátiles para el intermediario financiero estará muy próximo al precio/nivel de cotización de las acciones o del índice bursátil de referencia en la fecha de vencimiento anticipado.

Este valor puede obtenerse conforme al procedimiento del contrato marco de soporte calculando la media aritmética de las valoraciones que obtenga el intermediario financiero de al menos tres entidades financieras de referencia que puedan cotizar el valor de mercado del contrato, incrementando el importe de liquidación reclamado con el efectivo adeudado por pagos referenciados al tipo de interés de la operación, intereses de demora hasta la reclamación, y costes y gastos asociados³⁵⁸.

³⁵⁸ DÍAZ RUIZ, E., IGLESIAS, J.: “A propósito de los contratos de...”, pp. págs. 213-246, señala para los swaps de tipo de interés como la cancelación anticipada del contrato –sin entrar en los costes de cancelación de las restantes operaciones- puede resultar en un abono o un cargo dependiendo de la situación del tipo de referencia del swap (el Euribor) en el momento en que se solicite la cancelación: “*Podemos afirmar que habrá un precio «positivo» para el cliente si en el momento en que solicita la cancelación está obteniendo liquidaciones negativas y, en cambio, habrá un precio «negativo», un cargo para el cliente, si solicita cancelar en un contexto de liquidaciones negativas*”. En el caso de los swaps de acciones o índices, la obtención del valor de mercado se ve facilitada por la posibilidad de obtener el precio de mercado líquido de las acciones (su precio de venta) o el nivel de variación de los índices bursátiles (el coste de cancelación de la cobertura).

CAPÍTULO IX

GARANTÍAS FINANCIERAS Y PERSONALES DEL CONTRATO

SUMARIO: I. LAS EXIGENCIAS REGULATORIAS DE APORTACIÓN DE GARANTÍAS. II. LAS GARANTÍAS FINANCIERAS DE COLATERAL. III. LA CESIÓN DE EFECTIVO EN GARANTÍA. IV. LAS GARANTÍAS COMPLEMENTARIAS DE EFECTIVO POR AJUSTE A VALOR DE MERCADO. V. LA EJECUCIÓN DE LAS GARANTÍAS DE TRANSMISIÓN DE EFECTIVO. VII. GARANTÍAS PERSONALES DE LA OPERACIÓN.

I. LAS EXIGENCIAS REGULATORIAS DE APORTACIÓN DE GARANTÍAS

El contrato de permuta financiera sobre acciones o índices es un contrato cuya finalidad esencial es la cobertura del riesgo de mercado de la renta variable. Con la formalización de la operación, el intermediario financiero asume un riesgo de contraparte si el cliente incumple las liquidaciones del swap. El riesgo de contraparte es una modalidad del riesgo de crédito cuya característica definitoria es que la exposición de riesgo es aleatoria en función de la evolución del precio del activo subyacente, que en el caso de las permutas financieras objeto de nuestro análisis son acciones o índices

que cambian de cotización cada día³⁵⁹. La gestión del riesgo de contraparte compete al intermediario financiero que facilita la contratación del derivado, dado que la operación es extrabursátil y no compensada.

Desde el inicio de la crisis financiera, las medidas regulatorias aprobadas han ido encaminadas a establecer procedimientos administrativos y de control que obliguen a las entidades financieras que prestan servicios de inversión en la contratación de derivados OTC a gestionar activamente la reducción del riesgo de crédito de los contratos de derivados no compensados, mediante la vigilancia constante de las posiciones abiertas y la toma de garantías oportunas. Estas entidades deben contar con políticas para la identificación, seguimiento y evaluación continuada de las exposiciones de riesgo asumidas, entre las que sin duda se incluye la necesidad de contar con políticas de garantías para la toma de posiciones en operaciones de derivados³⁶⁰.

La gestión del riesgo de contraparte está muy presente en la normativa técnica de derivados³⁶¹. La normativa EMIR obliga a las partes que suscriban un contrato de

³⁵⁹ GIL, F., MANZANO F., Requerimientos prudenciales y ajustes valorativos por riesgo de contrapartida en derivados OTC: Situación actual y perspectivas., Banco de España, revista de Estabilidad Financiera núm. 24.

³⁶⁰ En las entidades financieras que prestan servicios de inversión, la unidad interna que desempeñe la función de riesgos conforme a la Circular 1/2014, de la CNMV sobre los requisitos de organización interna y de las funciones de control de las entidades que prestan servicios de inversión, deberá “identificar, evaluar, controlar y comunicar los riesgos relevantes relacionados con las actividades de la entidad mediante la utilización de técnicas de medición de riesgos adecuadas, adaptadas a las características específicas de la estrategia de inversión, entorno operativo y perfil de riesgo de las empresas de servicios de inversión, y soportadas por sistemas informáticos integrados, en su caso, con las aplicaciones contables y de gestión de inversiones. A estos efectos se incluirán, el riesgo de mercado, riesgo de crédito, contraparte, residual y de titulización, riesgo de tipo de cambio, riesgo operacional, riesgo de liquidez, riesgo de concentración, riesgo de tipo de interés en posiciones fuera de la cartera de negociación o cualquier otro que pueda ser relevante para la entidad” (Norma Sexta).

³⁶¹ Con carácter general. y como reitera el Considerando (24) de la exposición inicial de considerandos del Reglamento EMIR, los participantes en el mercado que estén sujetos a la

derivados extrabursátiles no compensado a tener adoptados procedimientos para valorar diariamente a precios de mercado los contratos pendientes de cumplimiento. Los contratos de derivados no compensados deben estar sujetos a técnicas de mitigación de riesgo de crédito, entre las que figuren, como mínimo, procedimientos para “*el intercambio de garantías oportuno, exacto y con una segregación adecuada respecto de los contratos de derivados extrabursátiles suscritos*” (art. 11.3 Regl. EMIR). La exigencia regulatoria de garantías suficientes es mayor si cabe para los contratos de derivados referenciados a los activos de la renta variable, que son subyacentes que cambian de precio cada día con la evolución al alza o a la baja de las acciones o de los índices de comportamiento del mercado bursátil.

El contrato de permuta financiera sobre acciones o índices no es ajeno a los planteamientos anteriores. Se trata de una operación extrabursátil entre partes profesionales que conlleva elevados riesgos para la cuenta propia del intermediario financiero por la exposición al riesgo de mercado y de contraparte. La gestión del riesgo de la operación exige no solo que la operación esté dentro del límite de contraparte del intermediario financiero, sino que el cumplimiento del contrato esté además suficientemente soportado con garantías financieras que cubran la evolución del valor de mercado del subyacente durante el período de vigencia contractual³⁶².

obligación de compensación deben contar con procedimientos de gestión del riesgo que requieran un intercambio de garantías oportuno, exacto y con una segregación adecuada.

³⁶² Entre otras funciones asignadas, la unidad de riesgos en las entidades financieras que prestan servicios de inversión debe vigilar que la exposición al riesgo en los contratos de derivados OTC esté dentro de los límites preestablecidos y aprobados por la dirección de la entidad y que se adecua al perfil de riesgo asociado a la actividad de la misma. V. en este sentido las función de gestión de riesgos establecidas en la Norma Sexta de la Circular 1/2014, de la CNMV.

El nivel de garantías exigido por el intermediario financiero en cada operación dependerá del tipo de contraparte y del tipo de activo subyacente, ya se trate de acciones o de índices. La exigencia de garantías es menor en las operaciones entre entidades financieras relativas a índices y mayor en las operaciones con inversores profesionales sobre acciones. En este sentido, conviene destacar que en la gestión de los contratos de permuta financiera sobre acciones o índices predominan, de forma mayoritaria, los acuerdos de garantía financiera de tipo fiduciario con transmisión de la propiedad sobre el efectivo abonado en cuenta, frecuentemente denominados “contratos de colaterales”, a través de contratos de cesión de efectivo al intermediario financiero en garantía de las obligaciones de pago bajo el contrato de permuta financiera.

Este tipo de garantías se incluyen dentro de la categoría de las garantías de carácter financiero del RDLACC, de 11 de marzo, de reformas urgentes para el impulso a la productividad y para la mejora de la contratación pública, que regula los acuerdos de garantía financiera mediante la transmisión de la propiedad del bien o derecho de crédito dado en garantía, o mediante la pignoración de bienes o derechos. La remisión al régimen de acuerdos de garantía financiera tiene su razón de ser en la obligación principal garantizada, que es una operación financiera de pago de efectivo procedente de un acuerdo de compensación contractual, sobre efectivo y entre partes profesionales - una de las cuales es una entidad financiera- que cumplen los requisitos subjetivos para acogerse al régimen especial de garantías financieras (arts. 4 c), 6.4 y 7 RDLACC).

Para la constitución de estas garantías financieras se recurre a la documentación predispuesta de contratos marco de garantías financieras de las asociaciones profesionales, como el “Acuerdo Marco de Realización de Cesiones en Garantía”, que

se corresponde con el Anexo III del Contrato Marco CMOF de AEB-CECA utilizado en las operaciones sujetas a ley española, o los modelos de “Contrato Marco de Soporte de Crédito” de las asociaciones profesionales ISDA o FBE, generalmente sometidos a ley inglesa. Todos estos modelos incorporan la cesión de efectivo en garantía en el clausulado del contrato, como una de las modalidades de constitución de garantía financiera. En este sentido, en su expositivo II el “Acuerdo Marco de Realización de Cesiones en Garantía” de la AEB establece que el contrato *“tendrá el carácter de un acuerdo de garantía financiera, teniendo las cesiones en garantía que se realicen al amparo del mismo el carácter de Operaciones”*.

Las garantías financieras que aseguran el cumplimiento de las obligaciones de pago de los contratos de derivados pueden constituirse en la fecha de formalización del contrato de permuta financiera o posteriormente durante la vigencia de la operación³⁶³. Las garantías financieras iniciales, a las que frecuentemente se hace alusión como el “margen de garantía inicial”, son garantías financieras de tipo fiduciario de transmisión de efectivo o valores negociables en propiedad y con finalidad de garantía, aportadas al intermediario financiero en la fecha de contratación del swap³⁶⁴. El intermediario

³⁶³ ESMA publicó una propuesta el 6 de marzo de 2012, no aprobada, de requerimientos técnicos para la constitución de garantías financieras iniciales y complementarias en los contratos de derivados OTC no compensados, que incidía en el análisis de los distintos momentos de constitución de la garantía. Sin recogerse enteramente, la propuesta de ESMA inspiró la regulación de las técnicas de mitigación del riesgo de crédito del Reglamento EMIR.

³⁶⁴ El BCBS (Comité de Supervisión Bancaria de Basilea), CPSS (“Committee on Payment and Settlement Systems”), IOSCO (“International Organization of Securities Commission”) y CGFS (“Committee on the Global Financial System”) establecieron un grupo de trabajo con el fin de fijar los estándares en materia de garantías para los derivados no compensados a través de una entidad de contrapartida central. El trabajo más reciente, el documento titulado “Requerimientos de garantía sobre derivados no compensados en entidades de contrapartida central” publicado en febrero de 2013 analiza las metodologías para el cálculo de las garantías inicial y variable y los tipos de activo financiero en garantía. V. al respecto DÍAZ RUIZ, E., LLUESMA, P., “EMIR, MIFIR y Dodd Frank: Un

financiero adquiere la propiedad del activo dado en garantía. Se denominan iniciales porque cubren el riesgo de evolución del mercado en el intervalo temporal entre la fecha de contratación de la operación y el siguiente intercambio de garantías. Los contratos de permuta financiera referenciados al valor de las acciones con inversores comportan mayor riesgo y en ellos suelen exigirse garantías financieras iniciales de transmisión de efectivo en un porcentaje fijo sobre el importe nominal del contrato.

Por su parte, las garantías complementarias son garantías financieras aportadas al intermediario financiero en caso de ajuste del valor de mercado de las acciones o del índice de referencia durante la vigencia de la operación. Se trata de garantías financieras de carácter fiduciario de transmisión de efectivo (aunque también podrían ser valores negociables) aportadas al intermediario financiero una vez que el contrato está en vigor, antes de la liquidación de la operación. La aportación de estas garantías complementarias, en respuesta a un requerimiento de aportación de garantías financieras por parte del intermediario financiero (“margin call”) al cliente, es muy frecuente en caso de descenso del precio del subyacente.

En las operaciones de permuta financiera referenciadas a índices con contrapartes financieras no suelen exigirse garantías financieras iniciales en la fecha de contratación, en atención a la mayor solvencia de la contrapartida que solicita la cobertura. En estas operaciones la exigencia de garantías está vinculada al deterioro de la calificación crediticia de *rating* de la contraparte o del grupo de sociedades al que pertenece. En los contratos marco relativos a la operación las partes pueden pactar la exigibilidad de

nuevo marco jurídico para los derivados OTC”, en *Observatorio sobre la reforma de los mercados financieros (2013)*, Fundación de Estudios Financieros, 2013, pp. 109 a 135.

garantías financieras de efectivo en caso de bajada de la calificación crediticia o en caso de depreciación del índice de referencia en un determinado porcentaje sobre el nivel de referencia inicial. En caso de variación del índice sobre el porcentaje permitido, el intermediario podrá requerir la aportación de garantías financieras de transmisión de efectivo con arreglo a los términos del contrato marco de garantías financieras firmado por las partes, junto con la confirmación y el contrato marco.

En las operaciones de permuta financieras referenciadas a acciones, que pueden concluir con la adquisición de las acciones mediante la liquidación en especie, la existencia de garantías financieras de efectivo para la contratación de la operación, en un porcentaje de garantía fija inicial sobre el importe nominal del contrato, es muy habitual. En las operaciones que recaen sobre acciones es frecuente que se requieran garantías personales prestadas por la sociedad matriz del grupo si el contrato de permuta financiera es formalizado por una filial o por una sociedad instrumental dependiente de la matriz. Estas operaciones combinan las garantías financieras fiduciarias de transmisión de efectivo con la prestación de garantías personales solidarias o garantías autónomas a primer requerimiento.

II. LAS GARANTIAS FINANCIERAS DE COLATERAL

El término colateral es una traducción de la palabra inglesa “collateral”. Se utiliza para describir la garantía aportada en seguridad del cobro de una deuda en las operaciones financieras o el activo que respalda el reembolso de una emisión de deuda. Sirve para referirse tanto al acto de prestar garantía como a los bienes entregados en garantía.

Un colateral es un activo financiero susceptible de ser dado en garantía real a terceros, mediante la constitución de prenda o la transmisión de la propiedad en garantía, para asegurar el cumplimiento de una obligación financiera de pago de efectivo o de entrega de instrumentos financieros. Se caracterizan por ser activos financieros de alta liquidez, elevada calificación crediticia emitida por una agencia de calificación externa reconocida si son valores negociables, e inmediata realización en caso de impago. Son los activos propios de las operaciones de los mercados financieros y, particularmente, de la operativa de contratos de derivados extrabursátiles como las operaciones de permuta financiera referenciadas a acciones o índices.

Los colaterales son el objeto típico de los acuerdos de garantía financiera del RDLACC sobre acuerdos de garantía financiera, que en España implementó la Directiva 2002/47/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 6 de junio de 2002, sobre acuerdos de garantía financiera, más conocida como la “Directiva de colaterales”. Además, se utilizan en las operaciones de política monetaria del Eurosistema para la captación de financiación del Banco Central Europeo por parte de las entidades de crédito y participantes del mercado de la zona euro³⁶⁵.

Los activos elegibles como colateral de las operaciones con derivados OTC son el efectivo en la divisa admitida y los bonos “senior” de deuda pública soberana con calificación crediticia mínima de grado de inversión, con el vencimiento predeterminado establecido. Junto a los derechos de crédito, estos activos constituyen a

³⁶⁵ V. la Orientación (UE) 2015/510 del Banco Central Europeo de 19 de diciembre de 2014 sobre la aplicación del marco de la política monetaria del Eurosistema (BCE/2014/60).

su vez el objeto exclusivo de los acuerdos de garantía financiera. Conforme al art. 7 del RDLACC, el objeto de la garantía financiera que se aporte deberá consistir exclusivamente en efectivo, entendiendo por tal el dinero abonado en cuenta en cualquier divisa, y los valores negociables y otros instrumentos financieros, según se definen en la LMV³⁶⁶.

Para la determinación del colateral concreto de cada operación (efectivo o valores de deuda pública), las partes deben especificar los activos susceptibles de garantía en el contrato marco de garantías financieras de la operación. Estos contratos contienen un anexo con la relación de los activos susceptibles de garantía financiera, en el que se deberá indicar si, aparte del efectivo, se admite otro tipo de activo en garantía, como puede ser la deuda pública soberana, y, en su caso, la calificación crediticia requerida.

III. LA CESIÓN DE EFECTIVO EN GARANTÍA

El dinero es el activo líquido por excelencia, representativo del valor de cambio para el cumplimiento de las obligaciones. Para los operadores profesionales, el efectivo es el activo de garantía financiera más importante, por la facilidad de instrumentación de la garantía, la inexistencia de restricciones a su reutilización y la simplicidad de los trámites de ejecución en caso de impago. El dinero además tiene la gran ventaja de que su valor no cambia en situaciones de estrés financiero de las partes del contrato.

³⁶⁶ El “Acuerdo Marco de Realización de Cesiones en Garantía” de la AEB, que es el contrato marco de garantías financieras al que se sujetan las cesiones en garantía regidas por ley española, entiende por colateral *“los activos determinados como tales por cada una de las Partes en la Estipulación Adicional como activos susceptibles de serle entregados en forma de Cesión en Garantía a esa Parte”*.

El dinero bancario, o “abonado en cuenta”, es el activo de garantía financiera sobre el que recaen los contratos de cesión de efectivo en garantía o contratos de colaterales, que pasan por ser la modalidad más extendida de garantía financiera en las operaciones de permuta financiera sobre acciones o de índices. Son garantías reales de transmisión de propiedad sobre el efectivo disponible en cuenta, insertas en el mecanismo de los acuerdos marco de compensación contractual. En virtud de un acuerdo marco de cesión en garantía, el cliente se compromete a realizar cesiones de efectivo a favor del intermediario financiero como garantía financiera constituida con objeto de asegurar el cumplimiento de las liquidaciones adeudadas bajo el swap. Las cesiones de efectivo en garantía se realizarán en el importe de garantía inicial acordado y, posteriormente, a requerimiento del intermediario financiero que presta la contrapartida del derivado, en el importe de efectivo equivalente a la exposición de riesgo de mercado derivado de la operación de permuta financiera o de todas las exposiciones mantenidas con el cliente si las partes tienen suscritas varias operaciones de derivados extrabursátiles, neto de cualquier cantidad de efectivo previamente transmitido³⁶⁷. Toda transmisión realizada, en forma de cesión en garantía se considerará una cesión bajo el contrato y supondrá la transmisión del efectivo en propiedad³⁶⁸. La naturaleza fiduciaria de la cesión en garantía sujeta al intermediario

³⁶⁷ En su Estipulación 1.1, el “Acuerdo Marco de Realización de Cesiones en Garantía”, integrante del contrato marco CMOF de la AEB, destaca que el objeto y la naturaleza del contrato es *“la realización de transmisiones de efectivo, deuda pública y valores negociables en general, en garantía del Riesgo Neto resultante, en cada momento, de las Operaciones concertadas por las Partes al amparo del CMOF (en adelante, “Cesión en Garantía”)”*.

³⁶⁸ Entre otros pactos, la estipulación 1 del “Acuerdo Marco de Realización de Cesiones en Garantía” del CMOF de la AEB prevé que toda transmisión realizada, ya sea de efectivo, deuda pública u otros valores negociables, en forma de cesión en garantía o devolución de activos previamente objeto de cesión en garantía, *“se considerará una “Cesión”, y supondrá “la transmisión al receptor de la plena propiedad y dominio de los mismos, libre de toda carga y gravamen (salvo aquellos derechos reales o de retención que vengan impuestos por el correspondiente sistema de compensación y liquidación de los valores de que se trate, en su caso)”*.

financiero a retransferir al cliente-aportante un importe de efectivo equivalente al inicialmente transferido, junto con los réditos del efectivo, una vez cumplida la obligación de pago garantizada con la cesión.

Las cesiones de efectivo son operaciones típicas de garantía financiera realizadas mediante la transmisión de la propiedad del dinero, expresamente recogidas en el capítulo II del RDLACC sobre garantías financieras. En particular, el art. 5.2 d) del RDLACC menciona específicamente “*las cesiones, temporales o no, en garantía u otras operaciones con finalidad directa o indirecta de garantía vinculadas al propio acuerdo de compensación contractual que tenga por objeto deuda pública, otros valores negociables o efectivo*”. Se consideran acuerdos de garantía financiera con cambio de titularidad que cumplen los requisitos subjetivos, objetivos y formales para acogerse al régimen especial de las garantías financieras fiduciarias con transmisión de propiedad del RDLACC³⁶⁹. El objeto de la garantía financiera es el efectivo de libre disponibilidad del cliente-aportante, abonado en cuenta bancaria. El movimiento de efectivo en que consiste la cesión en garantía solo es posible si el efectivo está previamente ingresado en la cuenta corriente del cliente, conforme a la relación de valuta entre el cliente y su banco. Su movilización se ordena mediante transferencia bancaria o traspaso interno de la cuenta del cliente a la cuenta corriente de recepción de

³⁶⁹ El ámbito subjetivo de aplicación del RDL requiere que las partes intervinientes estén incluidas en alguna de las categorías del art. 4 del RDGF, que incluye en su apartado c) a *las entidades de crédito; las empresas de servicios de inversión; las entidades aseguradoras; las instituciones de inversión colectiva en valores mobiliarios y sus sociedades gestoras; [...]*). En el contrato de permuta financiera sobre acciones o índices la parte que presta la cobertura del derivado es una entidad de crédito o una empresa de servicios de inversión y la otra es otra entidad financiera o una sociedad mercantil, por lo que se cumple el presupuesto subjetivo para la aplicación del régimen especial de garantías.

los fondos del intermediario financiero designada en la confirmación, evitando la entrega material del dinero.

Los acuerdos de garantía financiera mediante cesión de efectivo se incluyen en la estructura de los acuerdos marco de compensación contractual, de los que traen causa (arts. 2. b) y 5.2 d) RDLACC). Son negocios jurídicos de garantía financiera vinculados a un acuerdo marco de compensación contractual, formando parte integrante de los mismos. En razón a su calificación como acuerdos de compensación contractual³⁷⁰, se consideran acuerdos aptos para la reducción del riesgo de contraparte a efectos de la Norma Septuagésima Sexta de la Circular 3/2008 de 22 de mayo, del Banco de España, a entidades de crédito, sobre determinación y control de los recursos propios mínimos³⁷¹. La finalidad del negocio de garantía es instrumentar la aportación de efectivo o de valores negociables de alta liquidez a título de propiedad en garantía del cumplimiento de una operación singular de permuta financiera sobre acciones o índices o de la pluralidad de operaciones concertadas al amparo del contrato marco que hayan suscrito el intermediario financiero y el cliente. Para su formalización, las partes pueden utilizar alguno de los modelos de contratos marco de aportación de garantías financieras predispuestos por las asociaciones profesionales, como el “Acuerdo Marco de

³⁷⁰ El modelo de “Acuerdo Marco de Realización de Cesiones en Garantía” del CMOF de la AEB, prevé en sus expositivos que las cesiones en garantía que se realicen al amparo del mismo tengan el carácter de operaciones del acuerdo marco principal, sujetas por tanto a liquidación por saldos a efectos operativos y de limitación del riesgo de contrapartida.

³⁷¹ La Norma Trigésimo Novena de la Circular 3/2008 de 22 de mayo, del Banco de España, coberturas basadas en garantías reales, autoriza a las entidades de crédito acreedoras a utilizar como técnicas de reducción del riesgo de crédito aquellos instrumentos de garantía real en virtud de los cuales ostenten el derecho a instar la ejecución de una garantía mediante la realización o la apropiación, mencionando expresamente entre el elenco de garantías admisibles a “las garantías reales de naturaleza financiera”.

Realización de Cesiones en Garantía” del contrato marco CMOF de AEB-CECA, o los modelos de “Contratos de Soporte Crediticio” de ISDA o de la FBE.

El contrato de cesión en garantía contiene un régimen común de la cesión de efectivo y otros activos inmediatamente realizables aceptados como activo de garantía financiera, como en su caso pueden ser los bonos de deuda pública soberana que tengan las condiciones de emisor, calificación crediticia y vencimiento acordadas. Entre otras cláusulas, el contrato de realización de cesiones en garantía regula la aportación de colateral en efectivo en la divisa admitida, la periodicidad de las fechas de valoración de la posición o posiciones abiertas a efectos de la exigibilidad de la aportación de efectivo y el procedimiento de cálculo de los importes de efectivo que deben ser transferidos³⁷². El cálculo de la exposición del riesgo neto del contrato de permuta financiera o de las operaciones se realizan por parte del intermediario financiero que tiene atribuida las funciones de cálculo³⁷³. Las operaciones de cesión de efectivo que concreten cada una de las cesiones serán operaciones financieras con finalidad de garantía a efectos del contrato marco de utilización en la operación y del RDLACC. Es habitual que los

³⁷² En todo contrato de swap sobre acciones o índices, la parte que contrata el derivado tendrá un interés en que exista el mayor plazo posible entre cada fecha de valoración, con objeto de evitar en el intervalo temporal la aportación de efectivo en garantía del riesgo neto bajo el contrato o bajo la pluralidad de operaciones amparadas por el contrato marco. Con objeto de evitar dejar su posición en el contrato en descubierto, en las definiciones del “Acuerdo Marco de Realización de Cesiones en Garantía” de la AEB el intermediario financiero tendrá interés en incluir una cláusula de reposición del colateral cada día hábil en que el precio o cotización del subyacente sufra una variación igual o superior al porcentaje acordado por las partes.

³⁷³ En la estructura contractual del CMOF, todos los cálculos del riesgo neto en relación serán realizados por el agente de valoración (estipulación 2.5 del acuerdo marco de realización de cesiones en garantía). El agente de valoración notificará a cada una de las Partes sus cálculos en el Día Hábil siguiente a la Fecha de Valoración. El agente de valoración es la entidad encargada de realizar los cálculos, cuya identidad se señala en anexo o estipulación adicional al contrato. En caso de no especificarse, el agente de valoración será el agente de cálculo del CMOF.

contratos de cesión contengan un importe o umbral de riesgo exento, superado el cual se activa la obligación de realizar la aportación de efectivo.

La aportación del colateral se verifica mediante la transferencia bancaria de la propiedad del efectivo transferido, libre de cargas, gravámenes o derechos de retención, desde la cuenta corriente bancaria del cliente-ordenante a la cuenta corriente bancaria del intermediario financiero. Una vez transmitido, la adquisición de dinero bancario solo puede ser a título de propiedad (arts. 464, 609 CC), sin perjuicio de las obligaciones de devolución a resultas de las liquidaciones de la operación. Las cesiones se canalizan mediante transferencia bancaria, como medio de pago, a la cuenta corriente de efectivo del banco del intermediario financiero. El efectivo así transferido integra la propiedad del intermediario financiero. El dinero bancario propio de estas garantías es un valor genérico, que no es susceptible de individualización o especificación.

El contrato de cesión, articulado a través de un acuerdo marco de compensación contractual, sirve únicamente de título constitutivo del compromiso obligacional de aportación de garantía, pero no transmite la propiedad. La perfección del derecho de garantía requiere, además de la firma del acuerdo de realización de cesiones en garantía por las partes, la concreta transmisión del efectivo objeto de la garantía (art. 609 CC) en cada uno de los requerimientos de aportación con el abono de los fondos en la cuenta corriente bancaria del intermediario financiero (art. 8.2 a) RDLACC)³⁷⁴. En sus formalidades, el contrato de cesión debe constar por escrito *“sin que pueda exigirse*

³⁷⁴ El sistema de perfección garantías financieras del RDGF requiere título de constitución y modo de transmisión. No se entiende que la garantía ha sido válidamente aportada hasta que el efectivo objeto de la garantía haya sido entregado, transmitido, registrado o acreditado de cualquier otro modo *“de forma que obre en poder o esté bajo el control del beneficiario”* (art. 8.2 del RDGF).

ninguna otra formalidad para su constitución, validez o eficacia frente a terceros” (art. 8.2 RDLACC).

Además de la constancia escrita, el RDLACC admite otras formas jurídicamente equivalentes a la forma escrita, con objeto de amparar la suscripción de estos contratos de garantía financiera a través de otros soportes duraderos como el fax o el correo electrónico. Las partes suelen optar por el documento privado utilizando alguno de los modelos predispuestos de acuerdo marco de garantías financieras de las asociaciones profesionales³⁷⁵. Es importante destacar que estos contratos marco solo documentan el compromiso de realizar la cesión. Únicamente disciplinan los compromisos de aportación en garantía, por lo que será necesario documentar cada concreto acuerdo de aportación del efectivo transferido, mediante la formalización documental de la cesión con la contraparte o mediante la obtención de un resguardo del ingreso en cuenta de la transferencia bancaria, a los efectos de tener constancia en cada momento del saldo acreedor acumulado de efectivo en garantía de la operación.

El marco normativo de estos contratos de cesión de efectivo es el de los acuerdos de garantía financiera del art. 6.2 del RDLACC en la modalidad de las garantías financieras con cambio de titularidad, ya que la cesión del efectivo comporta la transmisión de la propiedad del mismo en garantía de la operación de permuta financiera por parte del cliente-cedente, como aportante del efectivo o constituyente de la garantía, al intermediario financiero-cesionario receptor, que resulta beneficiario del

³⁷⁵ La flexibilidad del régimen de constitución de los acuerdos de garantía financiera contrasta con las formalidades requeridas por el régimen común de prenda ordinaria, que no es eficaz contra terceros si no consta en escritura pública su fecha (art. 1.865 CC).

efectivo³⁷⁶. La aportación del efectivo se adecúa perfectamente al régimen de garantías financieras del RDLACC en cuanto al objeto de la garantía, el efectivo abonado en cuenta, y en cuanto a la obligación financiera garantizada, el pago de efectivo en cada una de las liquidaciones del contrato.

En su naturaleza jurídica, los acuerdos de cesión de efectivo en garantía son contratos de garantía real, dotados de tipicidad normativa, sometidos al régimen especial de garantías financieras con cambio de titularidad del RDLACC, de carácter bilateral, real, con causa de garantía, incluidos en la estructura contractual de los acuerdos marco de compensación. Pertenecen asimismo a la categoría de los negocios fiduciarios, que se caracterizan por la utilización de un tipo contractual con el fin de obtener unos resultados distintos a los que se derivan ordinariamente de ese tipo. En ellos se utiliza la estructura de la compraventa para enmascarar un negocio de garantía, habitualmente en seguridad de un préstamo. La venta en garantía sería la más clara manifestación del negocio fiduciario³⁷⁷. En virtud del pacto de fiducia implícito en el

³⁷⁶ El RDGF caracteriza los acuerdos de garantía financiera con cambio de titularidad como aquellos por los que “*el garante transmite la plena propiedad de un bien o derecho objeto de una garantía financiera a un beneficiario a los efectos de garantizar o dar otro tipo de cobertura a las obligaciones financieras principales*”.

³⁷⁷ Como recoge la Sentencia de la Sala de lo Civil del Tribunal Supremo de 26 de abril de 2001 (RJ 2001/2037), las líneas maestras de la configuración de esta figura jurídica, llamada también “venta en garantía”, en la doctrina jurisprudencial pueden resumirse así:

“1º La transmisión en garantía es un negocio fiduciario, del tipo de la fiducia “*cum creditore*”. El fiduciante transmite la propiedad formal con el riesgo de que al adquirirla el fiduciario y figurar como tal frente a terceros, pueda éste vulnerar el pacto de fiducia transmitiéndola a su vez, estando los adquirentes del fiduciario protegidos en su adquisición en virtud de la eficacia de la apariencia jurídica, que protege las adquisiciones a título oneroso y de buena fe de quien en realidad no es propietario.

2º El fiduciante transmite al fiduciario la propiedad formal del objeto o bien sobre el que recae el pacto fiduciario, con la finalidad de apartarlo de su disponibilidad y así asegura al fiduciario que lo tendrá sujeto a la satisfacción forzosa de la obligación para cuya seguridad se estableció el negocio fiduciario.

3º El fiduciario no se hace dueño real del objeto transmitido, salvo el juego del principio de la apariencia jurídica, sino que ha de devolverlo al fiduciante una vez cumplidas las finalidades perseguidas con la fiducia. El pacto fiduciario lleva consigo esa retransmisión.

negocio, el intermediario financiero-fiduciario se obliga a devolver el bien objeto de garantía una vez satisfecha la obligación garantizada.

En los contratos de cesión de efectivo que analizamos, no se puede decir que la cesión se realice formalmente a título de una venta del efectivo o, si fuera el caso, de valores negociables. La transmisión de la propiedad opera exclusivamente con “finalidad de garantía” (art. 5.2 d) y 6.2 RDLACC), de forma abstracta, en seguridad de las obligaciones del contrato de permuta financiera. El carácter fiduciario del negocio no queda afectado por el reconocimiento legislativo de tipicidad de los acuerdos de garantía financiera con cambio de titularidad. La causa del contrato de cesión entendemos es lícita (art. 1.276 CC) y se identifica con la prestación de garantía financiera de la operación de permuta financiera; causa válida expresamente admitida en el régimen especial de garantías financieras con cambio de titularidad (arts. 5.2 d) y 6.2 RDLACC). En cumplimiento del pacto de fiducia que integra la cesión en garantía, el intermediario financiero deberá abonar los intereses del efectivo transferido y restituir un importe equivalente de efectivo (*tantundem*) cuando el deudor cumpla la obligación garantizada, siempre que el saldo de las cantidades previamente transferidas no sea

4º La falta de cumplimiento por el fiduciante de la obligación garantizada no convierte al fiduciario en propietario del objeto dado en garantía; la transmisión de la propiedad con este fin no es una compraventa sujeta a la condición del pago de la obligación.

5º El fiduciario, caso de impago de la obligación garantizada, ha de proceder contra el fiduciante como cualquier acreedor, teniendo la ventaja de que cuenta ya con un bien seguro con el que satisfacerse, pero sin que ello signifique que tiene acción real contra el mismo.

6º La transmisión de la propiedad con fines de seguridad, o “venta en garantía” es un negocio jurídico en que por modo indirecto, generalmente a través de una compraventa simulada, se persigue una finalidad lícita, cual es la de asegurar el cumplimiento de una obligación, y no pueda pretenderse otra ilícita, como la de que, en caso de impago de la obligación, el fiduciario adquiera la propiedad de la cosa, pues se vulneraría la prohibición del pacto comisorio, revelándose la “venta en garantía” como un negocio en fraude de ley (art. 6.4º CC). Lo que las partes han pactado no es sólo una transmisión de la propiedad con fines de garantía, sino la adquisición de la misma si se impaga la deuda garantizada.”

aplicado a la satisfacción de las obligaciones pendientes en cada una de las fechas de liquidación del contrato.

Ocorre, sin embargo, que la titularidad fiduciaria del efectivo abonado en cuenta no es posible. El uso del dinero equivale a su disposición, por lo que la cesión del efectivo confiere al intermediario financiero, de forma plena y auténtica, todas las facultades dominicales sobre el efectivo transferido³⁷⁸. Esta operativa de transmisión es por otra parte congruente con el régimen especial de este tipo de derechos de garantía, en los que el garante transmite la “plena propiedad” del efectivo abonado en cuenta (art. 6.2 RDLACC). La peculiar naturaleza del dinero bancario restringe el ámbito de las facultades del cliente aportante del colateral, que queda despojado de cualquier titularidad real sobre el efectivo transferido. Ello no es óbice para reconocer la validez del pacto de fiducia *cum creditore* en el ámbito interno de las partes, que obliga al intermediario financiero a devolver el *tantundem* una vez cumplidas las obligaciones de pago bajo el contrato de permuta financiera. La configuración de este derecho es puramente obligacional, a obtener un valor equivalente de efectivo. En la práctica habitual de estas operaciones no suele haber ninguna devolución en la medida en que el saldo acreedor acumulado del efectivo transferido es compensado contra la obligación de pago vencida en las fechas de liquidación del contrato.

Con arreglo al pacto de fiducia inherente a los contratos marco de garantía financiera, el cliente-fiduciante podrá asimismo reclamar el pago de los intereses devengados y la retirada de los excedentes sobre el valor de mercado de la garantía requerido. Las sumas de dinero transferidas devengarán intereses remuneratorios al tipo

³⁷⁸ DE LA CUESTA RUTE, J.M., *El dinero y la representación de...*, op. cit., pp. 85.

de interés pactado en el contrato marco de garantías financieras, habitualmente al tipo de interés interbancario del EONIA. Si el importe de efectivo aportado excede del valor de las garantías financieras que deban ser aportadas, el cliente-fiduciante puede solicitar la devolución del excedente, retirando el exceso.

En el ámbito de las relaciones con terceros, el intermediario financiero puede disponer del efectivo para sus propios fines sin ningún tipo de restricción o limitación, que serían incompatibles con la naturaleza del dinero bancario.

IV. LAS GARANTÍAS COMPLEMENTARIAS DE EFECTIVO POR AJUSTE A VALOR DE MERCADO

La crisis financiera ha hecho cobrar importancia a la gestión del riesgo de contraparte en la contratación de derivados extrabursátiles. Las entidades financieras y los supervisores han tomado conciencia de la importancia de la gestión del riesgo de contraparte, tratando de anticipar el impacto sobre el valor de mercado de la probabilidad de impago en cada momento temporal de los contratos de derivados. El Regl. EMIR, de aplicación directa desde el 16 de agosto de 2012, estableció la obligación de las contrapartes en las operaciones OTC de contar con técnicas de reducción del riesgo para los contratos de derivados extrabursátiles no compensados a través de entidades de contrapartida central.

Los contratos de permuta financiera sobre acciones o índices son derivados extrabursátiles no estandarizados, que están excluidos de los requisitos de compensación centralizada del Regl. EMIR. La gestión del riesgo de contraparte en este

tipo de contratos no compensados pasa por la valoración diaria de la posición en el contrato y la solicitud de garantías complementarias al cliente en caso de variación del valor de mercado del subyacente. Los contratos de cesión de efectivo en garantía facilitan el soporte documental necesario para articular la gestión del riesgo de contraparte.

Las cláusulas de garantía complementaria por ajuste a valor de mercado (*margin calls*) permiten adecuar la cantidad de efectivo transferido y bajo control del intermediario financiero en garantía de la operación, a los cambios de valor que pueda experimentar las acciones subyacentes o el índice debido a las oscilaciones del mercado bursátil. Estas garantías reflejan en cada momento la valoración actual de la exposición de riesgo neto (excluyendo las cantidades ya transferidas) bajo el contrato, reduciendo el riesgo de contraparte. En caso de impago, el efectivo aportado en virtud de un contrato de cesión en garantía podrá ser utilizado para compensar pérdidas. Con esta política de garantías se trata de neutralizar las pérdidas esperadas antes que se produzcan, que en operaciones de estas características sin garantías suficientes podrían dar lugar a requerimientos de capital adicionales por las pérdidas potenciales derivadas del ajuste de valoración a mercado del subyacente.

Los procedimientos de solicitud de garantías complementarias por ajuste a valor de mercado permiten a las partes requerir la aportación o la devolución del exceso de garantías financieras de efectivo, en su caso, cada vez que la cotización de las acciones subyacentes o el nivel del índice experimenten una variación igual o superior al porcentaje establecido en el contrato marco de garantías. Esta aportación de garantías adicionales persigue la obtención de una cobertura en efectivo del diferencial entre el

precio de mercado del subyacente y el precio de la contratación de la operación de permuta financiera. Para ello se parte de la premisa de la capacidad del intermediario financiero para realizar una valoración diaria de las garantías aportadas en cada momento. Una perfecta correlación entre el nivel de garantías aportado y el riesgo de contraparte asumido exigiría que las obligaciones de aportación o devolución de colateral fueran también sobre base diaria. En la operativa habitual de este tipo de requerimientos las partes suelen pactar en los contratos marco de garantías fechas concretas para la entrega y recepción de las garantías de efectivo, sobre base diaria, semanal, quincenal o con la periodicidad acordada.

La legislación especial de garantías financieras ha reconocido explícitamente la admisibilidad de las cláusulas de aportación de garantías complementarias, que generalmente juegan en favor del intermediario financiero que solicita garantías adicionales por descenso de la cotización del subyacente en la cobertura financiera de posiciones alcistas. El art. 10 del RDLACC establece que las partes podrán pactar este tipo de cláusulas “*en caso de variaciones en el precio del objeto de la garantía o de la cuantía de las obligaciones financieras principales inicialmente pactadas*”, con objeto de restablecer el equilibrio entre la obligación garantizada y las garantías financieras en poder del intermediario financiero. En tal caso, el efectivo tendrá la consideración de “*parte integrante de la garantía inicial*” y será tratado como si “*hubieran sido aportados de manera simultánea a la aportación del objeto inicial de la garantía financiera*”.

Sin embargo, una lectura atenta del supuesto de hecho recogido en el art. 10 del RDLACC nos permite concluir que estamos ante supuestos diferentes. Las garantías

complementarias o suplementarias del art. 10 del citado texto legal, que tienen su máxima expresión en las cláusulas de mantenimiento del valor de las garantías iniciales (cláusulas “LTV”) buscan mantener, en términos de valoración patrimonial, el grado de afección o pignoración del patrimonio del deudor, disminuido como consecuencia de la alteración del valor de la garantía, pero sin mejorar la situación del acreedor. Las cláusulas de garantía adicional en los contratos de derivados buscan por el contrario adecuar las garantías de efectivo transferido y bajo control a la variación del activo subyacente del contrato. En los supuestos del art. 10 del RDLACC no se prevé un aumento del importe de la obligación de pago, que permanece invariable en los casos de liquidación en especie y se desconoce en los casos de liquidación en efectivo. De este modo, es perfectamente posible que el importe de las garantías adicionales requeridas incremente y exceda sustancialmente el nivel de garantía inicial.

El matiz es relevante en la medida en que, en sede concursal, el supuesto de hecho puede tener una lectura diferente en la interpretación que se haga del art. 10 RDLACC a efectos del ejercicio de acciones de reintegración por incremento de las garantías de obligaciones preexistente del art 71.3.2º LC³⁷⁹. Pero incluso en este supuesto, si el efectivo ha sido válidamente aportado con anterioridad al auto de declaración de concurso y la fecha de la obligación asegurada fuera anterior a la de la aportación de la

³⁷⁹ La Sentencia del Juzgado de lo Mercantil número 9 de Madrid de 26 de marzo de 2010 (JUR 2012/275712) que resolvió la demanda incidental interpuesta por la administración concursal en ejercicio de la acción de rescisión prevista en el artículo 71 LC, admitió la validez de las cláusulas de mantenimiento del valor de las garantías financieras iniciales (“loan to value”), reconociendo que el establecimiento de un ratio “loan to value” en un contrato de préstamo a los efectos de aportación de garantías financieras complementarias no se puede considerar perjudicial para los acreedores, en tanto que no pretende mejorar la situación del acreedor garantizado, sino “*mantener la afección del patrimonio del deudor (en términos de valor patrimonial) al pago de su crédito*”.

garantía sería muy discutible que no fuese de aplicación el régimen de especial protección dispensado a las garantías financieras en el art. 15.3 del RDLACC.

V. LA EJECUCIÓN DE LAS GARANTÍAS DE TRANSMISIÓN DE EFECTIVO

El art. 11.1 del RDLACC establece que en caso de incumplimiento de las obligaciones financieras garantizadas, el beneficiario podrá ejecutar las garantías y apropiarse de los activos dados en garantía. La apropiación del objeto dado en garantía es una de las modalidades de ejecución permitidas en la normativa especial de garantías financieras y sin duda fue una de las grandes novedades del RDLACC. Hasta entonces, el Tribunal Supremo había declarado en numerosa jurisprudencia la nulidad del pacto comisorio de apropiación del objeto de la prenda (art. 1.859 CC).

Aparte de la liquidez, la ventaja principal de las garantías financieras de transmisión de efectivo reside en que la ejecución de la garantía no es necesaria. En realidad no hay ningún trámite de ejecución. La titularidad del dinero ya fue transmitida al intermediario financiero en un momento anterior, con ocasión de la aportación de garantías iniciales o complementarias de efectivo, atendiendo los requerimientos de aportación de “margen”. En caso de vencimiento anticipado del contrato marco, el intermediario financiero se apropiará definitivamente del efectivo transferido, sin tener que devolver cantidad alguna. El efecto principal del incumplimiento es la compensación interna de las cantidades transferidas contra la cantidad definitiva adeudada exigible anticipadamente. El pacto de fiducia entre las partes queda

extinguido y con ello la obligación del intermediario financiero de restituir un valor equivalente de efectivo al cliente-fiduciante³⁸⁰.

La Directiva 2002/47/CE, estructurada fundamentalmente en torno a esquemas de fiduciariad del “common law”, reguló en detalle las situaciones de ejecución de garantías financiera de cambio de titularidad dentro del reconocimiento específico de este tipo de acuerdos de garantía financiera. El art 6.2 de la Directiva 2002/47/CE establece que estando pendiente la obligación del beneficiario “*de transferir una garantía equivalente*”, la obligación de restitución será objeto de “*liquidación por compensación*” (art. 6.2) como consecuencia del vencimiento anticipado de la obligación financiera de pago³⁸¹. El texto de la Directiva 2002/47/CE pasó al art. 11.1 del RDLACC, en su inciso final, cuando refiere la aplicación de la cláusula de compensación convencional o “netting” en caso de ejecución por incumplimiento, siempre que la compensación estuviera prevista en el contrato marco de garantías financieras.

La transposición de la Directiva 2002/47/CE pudo haber sido más completa en la regulación de las situaciones de ejecución de las garantías con cambio de titularidad, evitando discusiones en torno al enriquecimiento injusto en aquellos casos en que el

³⁸⁰ La estipulación sexta del “Acuerdo Marco de Realización de Cesiones en Garantía” del CMOF de la AEB autoriza a la parte cedente, en el caso de que se señalara una fecha de vencimiento anticipado a consecuencia de una causa de vencimiento anticipado por circunstancias imputables a una de las partes, a considerar el importe transferido en garantía como importe impagado adeudado al cedente, con independencia de que éste sea o no la parte incumplidora.

³⁸¹ El precepto completo en la Directiva 2002/47/CE, titulado “reconocimiento de los acuerdos de garantía financiera con cambio de titularidad” (art. 6), establece que “*si se produce un supuesto de ejecución estando pendiente una obligación del beneficiario de transferir una garantía equivalente en virtud de un acuerdo de garantía financiera con cambio de titularidad, la obligación en cuestión podrá ser objeto de una cláusula de liquidación por compensación exigible anticipadamente*”.

valor de la garantía excede al de la obligación garantizada. No obstante, la regulación esencial del art. 6 de la Directiva 2002/47/CE está recogida en el art.11.1 del RDLACC porque la ejecución de la garantía únicamente genera una aplicación interna de saldo en sede del intermediario financiero, toda vez que no puede ser objeto de discusión que la titularidad del efectivo fue aportada anteriormente.

VI. GARANTÍAS PERSONALES DE LA OPERACIÓN

El contrato de permuta financiera cuya referencia son acciones cotizadas puede ser utilizado para la adquisición diferida de las acciones subyacentes, si la operación es liquidable en especie o si la confirmación prevé la elección del sistema de liquidación al vencimiento del contrato por parte del cliente. La utilización del contrato de swap de acciones en operaciones corporativas para la adquisición de influencia o la toma de control se ha extendido en la contratación de derivados. En este tipo de operaciones de swap con finalidad corporativa, si el riesgo del contrato en el lado del cliente es asumido por una sociedad filial o una sociedad de nueva constitución, es muy posible que el intermediario financiero requiera la prestación de garantías personales por parte de la sociedad matriz del grupo de sociedades, en operaciones de permuta financiera de acciones con recurso.

Las garantías personales solicitadas pueden ser afianzamientos solidarios con renuncia a los beneficios de división, excusión y orden o garantías autónomas a primer requerimiento de pago. En ambos casos, el intermediario financiero busca afectar un patrimonio de responsabilidad al cumplimiento de las obligaciones de pago bajo el contrato (arts. 439 CCom; 1.837, 1.911 CC).

CAPÍTULO X

TRATAMIENTO CONCURSAL DEL CONTRATO DE PERMUTA FINANCIERA SOBRE ACCIONES O ÍNDICES BURSÁTILES

SUMARIO: I. LA PROBLEMÁTICA DE LA CALIFICACIÓN CONCURSAL DEL SWAP. A) PLANTEAMIENTO. B) EL ART. 16.2 RDLACC COMO LEGISLACIÓN ESPECIAL. II. LAS SITUACIONES DE VENCIMIENTO ANTICIPADO DEL SWAP Y SU CALIFICACIÓN CONCURSAL. A) VENCIMIENTO ANTICIPADO POR INCUMPLIMIENTO ANTERIOR AL CONCURSO. B) VENCIMIENTO ANTICIPADO CON OCASIÓN O CON MOTIVO DEL CONCURSO. C) VENCIMIENTO ANTICIPADO Y DEVENGO DE LIQUIDACIONES POSTERIOR AL CONCURSO. III. LA CONTROVERSIA JUDICIAL RESPECTO A LA CALIFICACIÓN CONCURSAL DEL SWAP: LOS DISTINTOS PLANTEAMIENTOS JUDICIALES. A) LA REDACCIÓN INICIAL DEL ART. 16.2 RDLACC. B) LA DISPARIDAD DE CALIFICACIONES CONCURSALES EN TORNO A LAS LIQUIDACIONES DE SWAP DEVENGADAS TRAS EL CONCURSO. 1. La tesis de la vinculación. 2. La interpretación correctora de la consideración contra la masa. 3. La interpretación sistemática. C) SITUACIÓN ACTUAL TRAS LAS REFORMAS AL ART. 16.2 RDLACC EN LA LEY 16/2009 Y LA LEY 7/2011. D) EL PROBLEMA DE FONDO: EL PAGO CONTRA LA MASA DE LOS CRÉDITOS POR LIQUIDACIONES DEVENGADAS TRAS EL CONCURSO. IV. CRITERIOS INTERPRETATIVOS DEL TRIBUNAL SUPREMO PARA LA CALIFICACIÓN CONCURSAL DE LAS OPERACIONES DE PERMUTA FINANCIERA. A) APLICABILIDAD DEL RÉGIMEN ESPECIAL DEL ART. 16.2 RDLACC: STS DE 10 DE JULIO DE 2014 Y 2 DE SEPTIEMBRE DE 2014. B) LA PRETENDIDA FALTA DE RECIPROCIDAD FUNCIONAL EN EL SWAP: STSS DE 8 Y 9 DE ENERO DE 2013. C) LA VIGENCIA DEL SWAP TRAS EL CONCURSO: POSIBLE CAMBIO DE CRITERIO DEL TRIBUNAL SUPREMO. V. ESPECIALIDADES RELEVANTES DEL SWAP SOBRE ACCIONES O ÍNDICES BURSÁTILES DE SU CALIFICACIÓN CONCURSAL. A) LA PERMUTA FINANCIERA DE ÍNDICES BURSÁTILES. B) LA PERMUTA FINANCIERA SOBRE ACCIONES. VI. CALIFICACIÓN CONCURSAL DE LOS CRÉDITOS PROCEDENTES DE UN CONTRATO DE PERMUTA FINANCIERA SOBRE ACCIONES. A) CRÉDITO PROCEDENTE DE UNA LIQUIDACIÓN DE EFECTIVO SOBRE EL TIPO DE INTERÉS DEL SWAP, POSTERIOR AL CONCURSO. B) CRÉDITO RESULTANTE DEL VENCIMIENTO ANTICIPADO.

I. LA PROBLEMÁTICA DE LA CALIFICACIÓN CONCURSAL DEL SWAP

A) PLANTEAMIENTO

El contrato de permuta financiera se define de forma genérica en el art. 5.2 c) del RDLACC como una operación financiera sobre instrumentos financieros sujeta a los mecanismos de compensación convencional de los acuerdos de compensación contractual. Siendo un contrato mercantil principal y autónomo, el swap se integra jurídica y funcionalmente en el marco de un acuerdo de compensación contractual cuyo objeto es crear una única obligación jurídica exigible por el saldo neto de las operaciones financieras concluidas entre las partes para el caso de vencimiento anticipado³⁸². Cuando la operación sobre instrumentos financieros derivados se encuentra sometida a un contrato marco, es de aplicación la normativa de los acuerdos de compensación contractual que, entre otros extremos, establece en los apartados primero y segundo del art. 16 del RDLACC ciertos efectos jurídicos derivados de la apertura de un procedimiento concursal en la operación u operaciones financieras concluidas bajo el acuerdo de compensación contractual.

El apartado 2 del art. 16 del RDLACC ha regulado los efectos de la insolvencia sobre las operaciones integradas en un acuerdo de compensación contractual. El

³⁸² Así lo expresa la Estipulación 1.1 del CMOF al definir este Contrato Marco como acuerdo de compensación contractual de tipo financiero: *“Las operaciones financieras (en adelante, las Operaciones) que se convengan a su amparo, mediante el correspondiente documento de confirmación (en adelante, la Confirmación) se entenderán integradas en el objeto del presente Contrato Marco, siéndoles de aplicación lo dispuesto en el mismo, sin perjuicio de las condiciones específicas que puedan contener las Confirmaciones.”*

precepto, resultado de sucesivas reformas legales, contiene en el seno de la normativa de acuerdos de compensación una clasificación concursal propia al margen de la Ley Concursal, de aplicación preferente a efectos de clasificar los créditos resultantes de las operaciones financieras de swap y otros contratos de derivados concluidos bajo un acuerdo de compensación contractual. La inclusión de una clasificación de créditos en el RDLACC es de extraordinaria relevancia porque, como veremos, la problemática central del swap en el concurso es la dificultad de su calificación concursal, a partir de la normativa especial o común que haya de aplicarse para la clasificación de los créditos devengados en este tipo de operaciones.

B) EL ART. 16.2 RDLACC COMO LEGISLACIÓN ESPECIAL

La aplicación del régimen especial del art. 16.2 del RDLACC, inicialmente reservado a las situaciones concursales “especiales” de las entidades de crédito, las empresas de servicios de inversión o las entidades aseguradoras referidas en la Disposición Adicional Segunda de la LC, resulta de preferente aplicación respecto a la Ley Concursal también en los concursos de entidades no financieras (siendo este segundo supuesto obviamente mucho más frecuente en la práctica). En efecto, la redacción dada por la Ley 36/2003, de 11 de noviembre, de medidas de reforma económica a la citada Disposición Adicional Segunda LC extendió la aplicación del art. 16.2 del RDLACC al concurso de cualesquiera personas que sean parte de las operaciones financieras relativas a instrumentos financieros derivados que constituyen el ámbito objetivo de los acuerdos de compensación contractual³⁸³. De esta forma, el

³⁸³ URÍA, F., “El régimen concursal aplicable a...”. *op. cit.*, pp. 62; SANJUÁN, E., “*Ingeniería financiera y .*”, *op. cit.*, pp. 200.

carácter especial de las medidas contenidas en el RDLACC no solo rige en caso de concurso de las entidades financieras indicadas, sino en todo su ámbito de aplicación objetivo y, en particular, en lo relativo a la calificación concursal de las situaciones de liquidación anticipada de los acuerdos de compensación contractual³⁸⁴.

En estos casos, la calificación del crédito resultante de la liquidación de las operaciones de permuta financiera en el concurso de acreedores debería registrarse exclusivamente por la clasificación de créditos dispuesta en el art. 16.2 del RDLACC, al margen de la Ley Concursal, por ser ley especial de los acuerdos de compensación de fecha posterior a la LC³⁸⁵.

II. LAS SITUACIONES DE VENCIMIENTO ANTICIPADO DEL SWAP Y SU CALIFICACIÓN CONCURSAL

A efectos del reconocimiento y clasificación de los créditos derivados de un contrato de permuta financiera en el concurso vienen distinguiéndose tres situaciones concursales atendiendo a la fecha del incumplimiento o, en su caso, de la liquidación, partiendo de la premisa general de que las operaciones financieras concluidas sólo pueden ser resueltas por causas imputables al cliente-concursado, a instancia del intermediario financiero (entidad de crédito o empresas de servicios de inversión).

³⁸⁴ OLIVENCIA, M., “Calificación concursal del...”, *op. cit.*, pp. 32.

³⁸⁵ En la misma línea, OLIVENCIA, M., *Calificación concursal del...*, *op. cit.*, pp. 31-32 mantiene que el carácter de legislación especial viene delimitado en su alcance por los términos de la propia LC (Disposición Adicional Segunda) y en la misma legislación especial, por tratarse de una legislación posterior a la LC.

La primera, que la operación u operaciones bajo el acuerdo de compensación hayan sido vencidas anticipadamente por el intermediario financiero antes de la declaración del concurso; la segunda, que las operaciones se hayan declarado resueltas anticipadamente con ocasión o a consecuencia de la declaración de concurso; y la tercera, que el intermediario financiero inste el vencimiento anticipado de las operaciones por incumplimiento producido después de la declaración de concurso. Estas tres situaciones, de relevancia para el reconocimiento en el concurso de los créditos procedentes de un swap sobre acciones o índices, se contemplan en la redacción actual del art. 16.2 RDLACC tras las reformas legales operadas en virtud de la Ley 16/2009, de 13 de noviembre, de servicios de pago y la Ley 7/2011, de 11 de abril, por la que se modifican la Ley 41/1999, de 12 de noviembre, sobre sistemas de pagos y de liquidación de valores y el RDLACC.

A) VENCIMIENTO ANTICIPADO POR INCUMPLIMIENTO ANTERIOR AL CONCURSO

En el primer caso, es indiscutible conforme al art. 16.2 RDLACC que una vez declarado el vencimiento anticipado por incumplimiento de la concursada antes del auto de declaración del concurso, el saldo neto resultante de las operaciones de permuta financiera debe clasificarse como un crédito concursal ordinario e incluirse con esta clasificación en la lista de acreedores³⁸⁶.

³⁸⁶ V. el tratamiento del primer supuesto analizado en las Conclusiones del Seminario de los Jueces de lo Mercantil de Barcelona de 21 de enero de 2010 y 1 de febrero de 2010, “Tratamiento concursal de los créditos derivados de instrumentos financieros confirmados en el marco de un acuerdo de compensación contractual” en *Revista Jurídica de Cataluña*, núm. 11., II, pp. 8.: “[...] *En el primer caso* [vencimiento anticipado de las operaciones financieras realizadas en el marco del acuerdo de compensación anterior o por incumplimiento anterior a la declaración de concurso], *es indiscutible que declarado el vencimiento*

B) VENCIMIENTO ANTICIPADO CON OCASIÓN O CON MOTIVO DEL CONCURSO

En el segundo caso, vencimiento anticipado de las operaciones financieras realizadas en el marco de un acuerdo de compensación contractual con ocasión o con motivo de la declaración de concurso, el crédito resultante del vencimiento anticipado debe calificarse asimismo como crédito concursal ordinario. Lo relevante en este supuesto es que el intermediario financiero opta por la resolución anticipada del swap con motivo o por causa de la declaración de concurso, incluso si la decisión de vencimiento anticipado del intermediario financiero es posterior al concurso o se notifica a la concursada con posterioridad a la declaración de concurso. La calificación como crédito concursal resulta de la actual redacción del segundo párrafo del art. 16.2.II RDLACC según el redactado de la Ley 7/2011, en una interpretación a contrario sensu, cuando se refiere a la existencia de “*otro incumplimiento*” distinto al concurso para que el crédito no sea calificado como ordinario³⁸⁷. A la misma conclusión se llegaría aplicando las reglas de clasificación de créditos de la Ley Concursal.

anticipado por incumplimiento de la concursada antes de la declaración del concurso, el saldo neto resultante habrá de clasificarse como un crédito concursal e incluirse en la lista de acreedores. Lo mismo ocurre, si, declarado el concurso, la entidad de crédito se ve en la necesidad de acudir al incidente previsto en el art. 62 LC para resolver el contrato, alegando y probando un incumplimiento anterior a la declaración, conforme el art. 62.4 LC al que se remite el citado art. 16.2 RDL 5/2005, ya que, lógicamente no puede depender de la voluntad de la entidad de crédito la calificación de su crédito ejercitado oportunamente la acción de vencimiento anticipado antes o después de la declaración, cuando se basa en un hecho anterior a la misma.”

³⁸⁷ V. el segundo supuesto analizado en las Conclusiones del Seminario de los Jueces de lo Mercantil de Barcelona de 21 de enero de 2010 y 1 de febrero de 2010: “[...] *En el segundo caso [Vencimiento anticipado de las operaciones financieras realizadas en el marco del acuerdo de compensación con ocasión o con motivo de la declaración de concurso], cuando la entidad de crédito opte por vencer anticipadamente las operaciones financieras pendientes con motivo de la declaración de concurso, igualmente, el saldo neto, caso de ser negativo para el concursado, habrá de incluirse como un crédito*

C) VENCIMIENTO ANTICIPADO Y DEVENGO DE LIQUIDACIONES POSTERIOR AL CONCURSO

El tercer supuesto incluido en el art. 16.2.II RDLACC aborda el incumplimiento del contrato de swap con posterioridad a la declaración de concurso, estando vigente el contrato, por un supuesto de incumplimiento incurrido en fecha posterior a la declaración de concurso y distinto del supuesto concursal (v.gr., impago, disminución de solvencia, etc.). Se encuadrarían en este supuesto las situaciones en las que se procede a la cancelación anticipada de la operación u operaciones financieras de permuta financiera bajo el acuerdo marco con base en un incumplimiento distinto de la declaración de concurso. Procedería encajar en este tercer supuesto, como así lo incluyó la reforma al art. 16.2 RDLACC, aquellas otras situaciones en que el intermediario financiero no ejercita la acción de resolución por incumplimiento, devengándose liquidaciones ordinarias de fecha posterior al concurso.

En el primer caso (cancelación anticipada del swap tras el concurso), el art. 16.2.II RDLACC, tras las modificaciones legales introducidas al precepto, ordena el abono de las prestaciones que correspondan al concursado con cargo a la masa cuando el acuerdo

concurzal, no contra la masa. Habría que destacar en este punto, que la nota que caracteriza este supuesto es que la resolución se produzca con ocasión de la declaración de concurso, aun cuando la decisión de la entidad de crédito sea posterior o se comunique después de la declaración de concurso, no un incumplimiento anterior o posterior a la declaración. Esta es la interpretación que permite atribuir sentido al párrafo primero del apartado segundo del art. 16 RDL 5/2005. Pero es que además resulta sistemáticamente coherente con el párrafo segundo que se refiere exclusivamente a los contratos de compensación que se mantengan vigentes después de la declaración de concurso. En este supuesto, hay que aplicar las normas de la legislación especial, art. 63 LC, como el RDL 5/2005, que tiene tal consideración como prevé la DA segunda, 2, i) LC. Nuevamente parece razonable que la calificación del crédito no quede al albur de la entidad de crédito y el momento que elija para instar el vencimiento anticipado cuando se alega como causa la declaración del concurso.”

es vencido anticipadamente con posterioridad a la declaración de concurso, siempre que no mediara un incumplimiento anterior ignorado deliberadamente por el intermediario financiero para eludir la concursabilidad del crédito. La calificación del crédito en esta situación no puede ser otra: resulta de la literalidad del propio art. 16.2.II RDLACC sin reenvío de calificación a la LC. En la segunda situación (vigencia del contrato de permuta financiera), si el intermediario financiero decide no resolver el contrato y este mantiene su vigencia tras la declaración de concurso, la remisión del art. 16.2.II RDLACC al art. 62.1.1 LC introducida por la Ley 16/2009, obliga preceptivamente al intérprete a calificar el crédito de la liquidación como contra la masa y pagarlo a su vencimiento (arts. 84.2-6º, 154 LC).

La consideración contra la masa de los créditos devengados tras la declaración de concurso, en este tercer supuesto, ha sido fuertemente contestada por los Jueces de lo Mercantil en base a una interpretación teleológica correctora del art. 16 RDLACC, que, excluyendo la aplicación del régimen especial del RDLACC, justifica la concursabilidad del crédito devengado por liquidaciones posteriores al concurso en atención a la inexistencia de reciprocidad funcional en la relación jurídica de swap tras la declaración de concurso, exigencia necesaria para la calificación de los créditos devengados tras el concurso como prestaciones contra la masa. La reciprocidad de las obligaciones surgidas del swap se ha convertido, así, en determinante de la calificación del crédito contra la concursada. Por este motivo, el análisis de la naturaleza jurídica del contrato de permuta financiera como generador de obligaciones recíprocas es de máxima relevancia para la calificación concursal de los créditos devengados una vez declarado el concurso.

De la naturaleza recíproca o unilateral que se atribuya al swap depende el reconocimiento concursal del crédito en uno u otro sentido. Si entendemos que del contrato nacen obligaciones recíprocas y sinalagmáticas pendientes del cumplimiento, como así ha venido calificando al contrato la doctrina especializada y buena parte de la jurisprudencia anteriormente a la polémica de los swap, el crédito por liquidaciones posteriores al concurso será crédito contra la masa conforme a los arts. 62.1 LC y 62.4 LC, sin que sea necesaria ninguna insinuación del crédito en el plazo prevenido en los arts. 21.1.5º y 85.1 LC, que nacería *ex lege*. Por el contrario, si se sostiene que de las permutas financieras nacen obligaciones de pago exclusivamente para una de las partes (la desfavorecida por la apuesta) o que se trata de un crédito contingente sujeto a hecho futuro e incierto, entonces el crédito por liquidaciones posteriores deberá ser comunicado dentro del plazo preceptuado a la Administración Concursal, como crédito concursal, ordinario o contingente sin cuantía propia.

Con todo, el análisis anterior se ha simplificado enormemente tras las últimas reformas legales introducidas en el RDLACC en virtud de la Ley 16/2009 y la Ley 7/2011, de las que se ya se han hecho eco algunas resoluciones relevantes en diferencias instancias judiciales, que sitúan la *ratio decidendi* de la calificación concursal de los instrumentos financieros confirmados en un acuerdo de compensación contractual exclusivamente en las disposiciones del RDLACC.

III. LA CONTROVERSIA JUDICIAL RESPECTO A LA CALIFICACIÓN CONCURSAL DEL SWAP: LOS DISTINTOS PLANTEAMIENTOS JUDICIALES

A) LA REDACCIÓN INICIAL DEL ART. 16.2 RDLACC

La redacción inicial del art. 16.2 RDLACC consagró la validez en el concurso de las cláusulas de compensación convencional anticipada (“close-out netting”), anteriormente reconocidas en nuestra legislación en la D.A. 10ª de la LMV. El art. 16.2 RDLACC ordenaba la inclusión del importe neto de las operaciones financieras bajo el acuerdo de compensación como crédito de la masa activa o deuda de la masa pasiva de la concursada. La disposición no incluía ninguna clasificación de créditos para los derivados al margen de la Ley Concursal. Se consideraba de aplicación las reglas de clasificación de créditos de la LC.

La conceptualización del contrato de swap como de obligaciones recíprocas, conllevaba la necesidad de aplicar el tratamiento concursal prevenido en el art. 62.4 LC en caso de resolución anticipada de un contrato con obligaciones recíprocas pendientes de cumplimiento en el procedimiento de concurso: los saldos acreedores por liquidaciones del swap anteriores o consecuencia de la declaración del concurso se integrarían en la masa pasiva del concurso como créditos concursales ordinarios (arts. 49, 84.1, 89.3 LC) y los saldos acreedores por liquidaciones posteriores serían satisfechos con cargo a la masa (arts. 61.2, 62.4 y 84.2-6º LC). El criterio decisivo para la subsunción en una u otra categoría sería la fecha del incumplimiento, de manera

objetiva, sin que la calificación del crédito pudiera quedar a discreción del intermediario financiero en atención al momento elegido para instar el vencimiento anticipado.

B) LA DISPARIDAD DE CALIFICACIONES CONCURSALES EN TORNO A LAS LIQUIDACIONES DE SWAP DEVENGADAS TRAS EL CONCURSO

Con el inicio de la crisis a partir del año 2008 y la multiplicación de los procedimientos de concurso de acreedores de las empresas, afloraron las calificaciones contradictorias de los contratos de swap en el concurso, especialmente de los swap de cobertura del riesgo de tipo de interés de préstamos y créditos. Las resoluciones judiciales dictadas diferían sustancialmente en orden a la clasificación de los créditos derivados de las operaciones de permuta financiera en el concurso. Con argumentos y pronunciamientos contrarios, las resoluciones judiciales oscilaban entre calificar el crédito procedente de las liquidaciones de los swap de tipos de interés de fecha posterior al concurso como crédito contra la masa, crédito concursal (ordinario o contingente) o crédito subordinado.

La problemática se vio exacerbada por la conflictividad judicial surgida en torno a las permutas financieras de cobertura del riesgo de tipo de interés comercializados entre clientes minoristas, incrementando el número de incidentes concursales con impugnación de la clasificación de la lista de acreedores. Como resultado de la disparidad de calificaciones, se pueden identificar las siguientes líneas interpretativas para la calificación concursal de los créditos procedentes de un contrato de permuta financiera de tipos de interés:

1. *La tesis de la vinculación*

En algunas sentencias iniciales, especialmente a partir de la SJM núm. 4 de Barcelona de 28 de septiembre de 2009, seguida posteriormente como línea interpretativa por otras sentencias y defendida por los Jueces de lo Mercantil de Barcelona en las Conclusiones del Seminario de los Jueces de lo Mercantil de Barcelona de 21 de enero de 2010 y 1 de febrero de 2010, se planteó la tesis de la subordinación de las liquidaciones del swap. Esta tesis entendía que las permutas financieras de tipo de interés entrañaban una modificación del pacto de intereses cuando existe una vinculación directa de cobertura del riesgo de tipo de interés con una operación de pasivo, equiparando las liquidaciones de swap a las deudas de intereses y mereciendo por ello la calificación de crédito subordinado prevista en el art. 92.3 LC para los créditos por intereses³⁸⁸. Se trataría de swaps vinculados a una operación de crédito o

³⁸⁸ La SJM núm. 4 de Barcelona de 28 de septiembre de 2009 (AC 2009/2105), cuya interpretación constituye el núcleo argumental de las tesis de subordinación del swap defendidas en el Seminario de los Jueces de lo Mercantil de Barcelona de 21 de enero de 2010 y 1 de febrero de 2010, calificó el crédito de la entidad bancaria derivado de los contratos de permuta financiera como crédito subordinado realizando una caracterización novedosa -y contraria a caracteres fijados por la doctrina y jurisprudencia-, de los contratos de permuta financiera como contratos vinculados cuyas prestaciones son asimiladas a intereses, en su naturaleza jurídica y calificación concursal: “[...] 6. *En general este tipo de acuerdos (swaps) pueden nacer como contratos autónomos, pero también pueden configurarse como contratos vinculados a otras operaciones de pasivo. Concretamente lo habitual en los swap de intereses es que el importe nominal sobre el que se aplican los diferentes tipos de interés pactados, venga determinado por el importe del capital prestado por el banco al cliente en otra u otras operaciones de pasivo. De esta manera el swap de intereses no se suele configurar como un contrato autónomo, sino un contrato vinculado a otro principal que es el contrato de préstamo o crédito, mediante el cual se modifica el pacto de intereses.*

7. *La causa concreta de este tipo de swaps es reducir los riesgos de las oscilaciones de los tipos de intereses y con ellos reducir los costes financieros de las operaciones crediticias, no es sencillamente la especulación. Por ello, han de vincularse esas operaciones, la operación de préstamo o crédito y la permuta financiera, cuya suerte han de seguir, y clasificarse conjuntamente con ellas.*

8. *Desde este punto de vista, el swap es un contrato que modifica el pacto de intereses de un préstamo, mediante una apuesta o, si queremos, una previsión, relacionada con la oscilación anual de los tipos de interés, de tal manera que si el prestatario gana, el banco tiene que devolver parte de los intereses*

recibidos por ese préstamo, si es el banco quien gana el prestatario ha de pagar un interés superior al que estaba pactado en el préstamo.

9. Por ello entiendo que, desde el punto de vista concursal, el contrato de swap de intereses ha de seguir la clasificación que corresponde al contrato al que está vinculado. Los pagos que el concursado ha de hacer como consecuencia de la liquidación son intereses, por lo que han de ser clasificados como subordinados (art. 92.3 LC).

10. Si por casualidad fuera el concursado el que hubiera que recibir pagos del banco, estos irían a disminuir el crédito del banco por intereses, pero el banco tampoco tendría que pagar al concursado, manteniendo conforme el art. 16 RDL 5/2005 EDL2005/6748 la validez del acuerdo de compensación contractual. Se trata de liquidar los intereses que el concursado tiene que pagar y clasificarlos oportunamente como subordinados.

11. Excepcionalmente, cuando el contrato swap venga vinculado a un contrato de crédito vigente en el momento de declaración de concurso, que no haya sido resuelto unilateralmente por la entidad financiera como consecuencia de dicha declaración, en coherencia con aquella postura, el crédito derivado de la liquidación del contrato de crédito, incluidos sus intereses, ha de ser considerado como un crédito contra la masa, art. 61.2 LC, por tratarse de un contrato de prestaciones recíprocas pendientes de cumplimiento por ambas partes a la fecha de la declaración de concurso.

12. En la hipótesis que la permuta financiera o swap de interés fuese un contrato autónomo, no vinculado a otras operaciones financieras, hay dos opciones, la primera, consiste en considerar el contrato como un contrato bilateral, con obligaciones pendientes de cumplimiento por ambas partes después de la declaración de concurso, y, la segunda, considerar que se trata de un contrato sobre el pago de intereses de un importe nominal.

13. La primera opción obligaría a clasificar el crédito derivado de la liquidación como un crédito contra la masa, art. 61.2 LC, y por tanto prededucible de la masa, art. 154 LC. El resultado de esa valoración es absolutamente irracional desde principio concursal, ya que a un contrato meramente especulativo, en el que no hay transferencia de capital, pero en el que los pagos son el resultado del cálculo de unos intereses, se le daría un tratamiento mucho más beneficioso que a un préstamo, en que ha habido transferencia de capital, cuyos intereses, retributivos o moratorios, se subordinaban.

14. En la segunda opción chocamos con un problema respecto de la naturaleza de los pagos, ya que no son estrictamente hablando intereses. El importe nominal, sobre el que se aplican los tipos pactados, no responde a una transmisión de capital, por lo que los pagos no son técnicamente a intereses, entendido éstos como la retribución o producto de un capital. Ahora bien, no cabe la menor duda que todos los cálculos se hace como si de intereses se trataran sobre un capital ficticio (nominal), pero lo que creo que deben de tener el mismo tratamiento concursal como si se tratara de intereses en sentido estricto, solución que es la que creo que debo de seguir al ser más acorde con las reglas generales del concurso.

15. Declarado el concurso el art. 59 LC impone la suspensión del devengo de intereses, por ello declarado el contrato deben de extinguirse los contratos de permuta financiera de intereses por efecto de la ley. Esas operaciones deben de ser liquidadas por el banco a la fecha de declaración de concurso, art. 16 del RDL 5/2005, ya que la declaración de concurso no debe afectar a esas operaciones, y su resultado debe ser considerado como un crédito concursal y subordinado, conforme lo previsto en el art. 92.2 LC, al tratarse de un crédito de intereses anterior a la declaración de concurso.

16. Resumiendo, la administración concursal debe:

A) Determinar si el contrato de swap está vinculado a algún otro contrato de préstamo o crédito.

A.1. Si se trata de un contrato de préstamo o un contrato de crédito resuelto a la fecha de la declaración de concurso, la operación de permuta financiera de intereses debe ser liquidada a esa misma fecha, su resultado sumado o restado de la deuda de intereses que la póliza principal haya generado, reconocer el resultado y clasificarlo como un crédito subordinado.

préstamo principal, caracterizados por transformar la carga financiera de intereses de la operación de pasivo asociada y cuyo tratamiento concursal entendía este planteamiento que debería ser análogo al de la operación principal a la que estaban vinculados.

La tesis de la subordinación propugnaba una interpretación literal del art. 16.2.I RDLACC cuya literalidad da a entender que, declarado el concurso del cliente-concursado el vencimiento anticipado de las operaciones financieras es una consecuencia automática *ex lege* (el art. 16.2 menciona que el crédito o la deuda “se incluirá”). La aplicación analógica del art. 59 LC a los créditos por liquidaciones de swaps conllevaba -según esta tesis- la extinción automática del contrato con la declaración de concurso, debiendo la administración concursal calificar el crédito por el saldo neto como concursal subordinado³⁸⁹.

A.2. *En el supuesto que se tratara de un contrato vinculado a un contrato de crédito vigente después de la declaración del concurso, deberá, o bien, procederse a su resolución conforme a lo previsto en el art. 61 LC, o bien, caso de no instarse su resolución por ser de interés para el concurso, deberá de ser considerado como un crédito contra la masa como lo sería el crédito derivado de la póliza de crédito vigente, art. 61.2 LC.*

B) *Si la administración concursal no puede vincular el contrato de permuta financiera a ninguna operación de pasivo, de tal manera que se tratara de un contrato autónomo, deberá considerarse extinguido el contrato a la fecha de declaración del concurso, el banco debe de proceder a su liquidación a esa fecha y la administración concursal debe de reconocer el resultado y clasificar como un crédito subordinado.”*

³⁸⁹ La tesis de la extinción automática de las permutas financieras de tipo de interés vinculadas, una vez declarado el concurso, fue una de las principales conclusiones del Seminario de los Jueces de lo Mercantil de Barcelona de 21 de enero de 2010 y 1 de febrero de 2010, que entendieron, a efectos de la clasificación de los créditos de las operaciones de permuta financiera vinculadas, que “[...] si la Ley [el art. 16.1 RDLACC] prevé que se incluya en el concurso el saldo neto de todas las operaciones, es porque presupone que se ha producido el vencimiento anticipado de todas las operaciones financieras de forma automática a causa de la compensación entre todas ellas siguiendo lo pactado en el acuerdo de compensación contractual.”; V. una valoración crítica y razonada sobre la pretendida aplicación del art. 50 LC a los swaps, en CUENCA, S., “La (imposible) aplicación del artículo 59 de la Ley Concursal...”, *op. cit.*, pp. 3

La tesis de la subordinación, ampliamente criticada en la doctrina³⁹⁰, fue desechada posteriormente (aunque su argumentación se sigue encontrando en otras resoluciones de juzgados de lo mercantil de fecha muy posterior)³⁹¹, especialmente tras la aprobación de las reformas operadas al art. 16.2 del RDLACC en la Ley 16/2009, de 13 de noviembre, de servicios de pago y en la Ley 7/2011, de 11 de abril, que vinieron a reconocer la posibilidad de que el swap continuase en vigor tras el concurso, sosteniéndose de manera fundamental dos tesis que abordan de manera distinta la problemática central del swap en el concurso, que es el de la calificación concursal de las liquidaciones futuras devengadas con posterioridad a la declaración del concurso, tanto cuando el contrato se mantiene vigente tras el concurso y el intermediario financiero reclama a la concursada el pago de las liquidaciones ordinarias (intermedias o finales) a su devengo contra la masa (art. 154 LC), como cuando el contrato de permuta financiera es vencido anticipadamente por el intermediario financiero por causa distinta del concurso de acreedores.

2. *La interpretación correctora de la consideración contra la masa*

Desde la SJM número 7 de Barcelona de 1 de diciembre de 2009³⁹², secundada después por otras sentencias y cuya doctrina fue acogida por la Sala Primera del Tribunal Supremo en las STS de 8 y 9 de enero de 2013, se sostuvieron dos argumentaciones fundamentales contrarias a la consideración contra la masa de los

³⁹⁰ OLIVENCIA, M., *Calificación concursal del...*, op. cit., pp. 59-60; DÍAZ RUIZ, E., RUIZ BACHS, S., “Los pagos en las permutas financieras sobre tipos de interés (*interest rate swap*-IRS) no son intereses, Diario La Ley núm. 7387, 23 de abril de 2010.

³⁹¹ Por ejemplo, en resoluciones judiciales tan significativas como la SJM núm. 2 de Madrid de 28 de noviembre de 2013, en el concurso de la concesionaria de la autopista AP-36, revocada en grado de apelación por la Audiencia Provincial de Madrid.

³⁹² SJM núm. 7 de Barcelona de 1 de diciembre de 2009 (JUR 2010/93874).

créditos devengados por liquidaciones impagadas tras el concurso³⁹³. La interpretación correctora excluía la aplicación de la normativa especial del art. 16.2 RDLACC cuando el swap era la única operación concluida entre las partes (supuesto bastante frecuente en la práctica), sobre el argumento que el art. 5.1 del RDLACC se refiere a la compensación de una pluralidad de operaciones financieras susceptibles de compensación multiréciproca. Se situaba así la *ratio decidendi* para la calificación concursal de los créditos devengados por el contrato de permuta financiera en la LC, cuya aplicación a los contratos sinalagmáticos requiere la existencia de obligaciones recíprocas pendientes de cumplimiento, lo que se negaba respecto de las permutas financieras.

En las resoluciones judiciales que han mantenida esta tesis se sostiene la inexistencia de reciprocidad funcional en el contrato de swap, entendiendo que las sucesivas liquidaciones no hacen surgir obligaciones recíprocas a los efectos de los arts. 62.1 y 62.4 LC, sino la obligación unilateral de pago de una sola de las partes en cada una de los vencimientos, descartando que el crédito pueda ajustarse a la naturaleza de

³⁹³ La inexistencia de reciprocidad funcional en los contratos de permuta financiera de intereses se plantea, entre otras sentencias, además de la citada del Juzgado de lo Mercantil núm. 7 de Barcelona, en la SJM núm. 2 de Barcelona de 2 de marzo de 2010 (JUR 2010/91201) y la SAP de Barcelona, Secc. 15ª, de 9 de febrero de 2011 (JUR 2011/328443). La doctrina de esta sentencia fue acogida por el Tribunal Supremo en las STS (Sala de lo Civil), de 8 de enero de 2013 (RJ 2013/1631) y 9 de enero de 2013 (RJ 2013/1633). En la citada STS (Sala de lo Civil), de 8 de enero de 2013, el Tribunal Supremo, en el apartado 33 (F.J. 3º) afirmó la inexistencia de reciprocidad funcional respecto a las obligaciones nacidas de un contrato de permuta financiera de intereses porque “[] no se trata, en consecuencia de obligaciones funcionalmente recíprocas ya que nada más surgen obligaciones para una de las partes. En este sentido la sentencia de la Audiencia declara que “las prestaciones pendientes de cumplimiento para una de las partes, en este caso para la concursada, no guardan relación causal con las que pudieran derivarse en el futuro para la otra”, sin que la falta de reciprocidad quede desvirtuada por la afirmación formal, que aparece contraria al propio comportamiento de la recurrente, de que banco y cliente se pagan mutuamente a fin de “permutar flujos financieros”, probablemente dirigida a eludir la eventual aplicación de las reglas concursales”. V. una valoración crítica de las citadas STS de 8 y 9 de enero de 2013 en BLASCO MUÑOZ, A., “Derivados y concurso de acreedores...”, *Estudios Jurídicos sobre...*, op. cit., pp. 804-805.

los créditos contra la masa³⁹⁴. Esta interpretación reservaba la calificación de crédito contra la masa exclusivamente a las nuevas operaciones de permuta financiera confirmadas tras la declaración de concurso: solo serían créditos prededucibles en el sentido del art. 84.2.6º LC los surgidos de nuevos contratos de derivados firmados con posterioridad a la declaración de concurso.

En lo que se puede considerar una línea interpretativa próxima a esta tesis, otras sentencias han defendido que el alea propia de este contrato asemeja el swap a los contratos sujetos a condición suspensiva, por lo que aunque venzan y se liquiden tras la declaración de concurso deben de tener la consideración de créditos ordinarios contingentes (art. 87.3 LC)³⁹⁵.

³⁹⁴ La SJM núm. 7 de Barcelona de 1 de diciembre de 2009 (JUR 2010/93874) define el contrato de permuta financiera como un negocio jurídico aleatorio y falto de reciprocidad *“puesto que existe un riesgo en la oscilación de los índices de referencia que puedan jugar a favor y en contra de ambas partes contratantes”*, en el que *“las sucesivas liquidaciones no hacen surgir obligaciones recíprocas, sino la obligación unilateral de pago para una sola de las partes, de tal manera que el Banco contratante realizará el correspondiente cargo o abono en la cuenta de referencia en función del resultado del riesgo. Las llamadas liquidaciones, que suelen pactarse entre las partes, como en este caso, de forma trimestral, vienen a constituir hitos temporales que marcan en un momento temporal determinado la ganancia o la pérdida eventual, que forma parte del riesgo propio de estos contratos. Sin embargo de aquí no cabe deducir la existencia de obligaciones recíprocas pendientes de cumplimiento, las cuales surgen en el momento del nacimiento del negocio jurídico que coincide con la prestación del consentimiento mediante su firma. La obligación bilateral nace en el momento en que se firma el contrato y su determinación posterior depende de un suceso futuro e incierto, de un riesgo de manera que la liquidación puede variar a favor de una u otra parte, surgiendo una única obligación de pago para una de las partes. Por ello, no cabe dar aplicación al art. 84.2.6º ni al párrafo 9º de la LC y en consecuencia el crédito contingente que pudiera surgir a favor del banco no puede entenderse como un crédito contra la masa, al no poder encuadrarse en ninguno de estos supuestos”*. La citada sentencia ha sido secundada en otros muchos pronunciamientos judiciales, incluso a nivel del Tribunal Supremo. Podemos citar entre otras sentencias significativas que siguen la línea interpretativa que considera el contrato de permuta financiera de tipos de interés como un contrato unilateral a efectos de calificar los créditos procedentes del swap como contra la masa, la SJM núm. 2 de Barcelona de 25 de enero de 2010 (JUR 2010/91201), la SAP de Barcelona de 9 de febrero de 2011 (JUR 2011/328443) y las citadas STS de 8 y 9 de enero de 2013.

³⁹⁵ V. SJM núm. 2 de Barcelona de 19 de noviembre de 2008 (JUR 2009/13127), 30 de noviembre de 2009 (JUR 2010/93882) y 25 de enero de 2010 (JUR 2010/91201). Esta última considera que *“el contrato de swap es de naturaleza aleatoria, dado que la prestación, a cargo de la entidad de*

3. *La interpretación sistemática*

La interpretación que considera el crédito por liquidaciones posteriores al concurso como crédito contra la masa, denominada “sistemática” en algunas sentencias, se inicia antes que tengan lugar las reformas de la Ley 16/2009 y la Ley 7/2011 en la SJM núm. 1 de Málaga, de 4 de junio de 2008. Esta sentencia, secundada después en muchas otras, considera que ha de atenderse de forma objetiva a la fecha del devengo de las liquidaciones³⁹⁶. Así, conforme a las reglas de clasificación de créditos de la LC, se considera que los créditos devengados tras el auto de concurso, estando vigente el contrato de swap, ya sea por liquidaciones pendientes o por la liquidación resultante de la cancelación anticipada, deben considerarse como créditos contra la masa, prededucibles a su vencimiento.

*crédito o del acreditado, así como el monto total de la liquidación, depende de un hecho futuro e incierto -el alea-, como es el tipo de interés vigente en la fecha convenida de liquidación. Ello asemeja este tipo de contratos con aquellos que establecen obligaciones sujetas a condición suspensiva; y los créditos sujetos a condiciones suspensivas, aun cuando venzan y se liquiden tras la declaración de concurso, tienen la consideración de créditos ordinarios contingentes. Es, además, un contrato con obligaciones recíprocas; sin embargo entiendo que no cabe hablar, como exige el artículo 61.2º, de obligaciones recíprocas "pendientes de cumplimiento tanto a cargo del concursado como de la otra parte". La razón de ser de atribuir, en estos casos, la consideración de créditos contra la masa a las prestaciones del concursado no es otra que la de mantener la reciprocidad y la equivalencia con las prestaciones efectivas por parte del tercero (precio a cambio de cosa, en la compraventa, o renta a cambio de uso, en el arrendamiento, por ejemplo). En el presente caso no existen prestaciones pendientes de cumplimiento a cargo de la entidad de crédito, dado que no ha acontecido el hecho incierto del que depende el nacimiento de su obligación; de hecho, atendida la naturaleza del contrato y su carácter aleatorio, las prestaciones sólo alcanzarán a una de las partes". V. un comentario a esta sentencia en ORELLANA CANO, N., "Cuestiones Prácticas sobre clasificación de créditos", en AA.VV., *Cuestiones Actuales de Derecho de la Empresa: III Foro de Encuentro de Jueces y Profesores de Derecho Mercantil* (coords. Juste, J., Escribano, R.), 2011, pp. 99-54.*

³⁹⁶ Entre otras sentencias, se defiende el mismo planteamiento en la SJM núm. 2 de Pontevedra de 19 de junio de 2009 y la SJM núm. 3 de Barcelona de 3 de abril de 2009.

C) SITUACIÓN ACTUAL TRAS LAS REFORMAS AL ART. 16.2 RDLACC
EN LA LEY 16/2009 Y LA LEY 7/2011

Con objeto de resolver la inseguridad jurídica generada por la disparidad de criterios judiciales en la calificación concursal de los créditos resultantes de las operaciones de swap se han aprobado dos reformas al art. 16.2 RDLACC. Por un lado, la *Disposición Final Octava de la Ley 16/2009*, de 13 de noviembre, de servicios de pago, introdujo un segundo párrafo al art. 16.2 RDLACC que ordenaba la aplicación del art. 62.4 LC para la calificación concursal de los créditos impagados tras el concurso, en el caso de que el contrato no fuera resuelto anticipadamente. La reforma clarificó la función de las cláusulas de vencimiento anticipado en caso de declaración de concurso, excluyendo cualquier automatismo en la declaración del vencimiento anticipado. El primer inciso del art. 16.2.II tras la Ley 16/2009 reconoce ahora de manera explícita que la declaración de concurso no supone el vencimiento anticipado automático de los swaps vinculados a una operación bancaria activa de préstamo o crédito “*en tanto se mantenga vigente el acuerdo de compensación contractual*”.

Por su parte, la Ley 7/2011, de 11 de abril, ha venido a zanjar las dudas planteadas sobre la calificación concursal de los créditos procedentes de liquidaciones pendientes del swap, incluyendo una clasificación de créditos propia del saldo neto tras el vencimiento anticipado, sin reenvío a la Ley Concursal³⁹⁷. La reforma considera aplicable la normativa especial aunque las partes solo hayan suscrito una operación bajo el contrato marco, porque es suficiente que el acuerdo marco prevea la realización de

³⁹⁷ En palabras del párrafo V de la Exposición de Motivos de la Ley 7/2001 “*se lleva a cabo una revisión del texto para corregir y aclarar otros aspectos no relacionados con la transposición de la directiva, resolviendo así algunos problemas de inseguridad jurídica.*”

varias operaciones, no que estas efectivamente se confirmen. La redacción actual del art. 16.2 del RDLACC tras la adición de un párrafo segundo al citado artículo por la Ley 16/2009, precisado con todavía mayor claridad en la Ley 7/2011, confirma la concursabilidad de los créditos derivados de liquidaciones anteriores o coetáneas al concurso y el carácter de crédito contra la masa de las liquidaciones pendientes devengadas tras el concurso y del crédito resultante de la cancelación anticipada instada tras el concurso, por causa distinta de este. El precepto ordena, de una manera literal difícil de cuestionar o desoír, la satisfacción con cargo a la masa del crédito resultante de la liquidación anticipada basada en cualquier otro incumplimiento del concursado posterior al concurso³⁹⁸.

D) EL PROBLEMA DE FONDO: EL PAGO CONTRA LA MASA DE LOS CRÉDITOS POR LIQUIDACIONES DEVENGADAS TRAS EL CONCURSO

El problema de fondo de la calificación de las permutas financieras en el concurso sigue sin resolverse tras las últimas reformas al RDLACC por la Ley 16/2009, la Ley 7/2011 o la más reciente de la Ley 11/2015. En efecto, el crédito resultante de la cancelación anticipada del swap, incrementado en el importe de las liquidaciones vencidas e impagadas, habitualmente resulta ser una deuda de importe muy relevante. La prededucibilidad de las liquidaciones pendientes por el swap con cargo a la masa

³⁹⁸ Como apunta la SJM núm. 1 de Las Palmas de 9 de mayo de 2011 (AC 2011/536) comentando la sucesión de reformas al texto del art. 16.2 RDLACC, “[...] Frente a la claridad de las insistentes reformas legales por L. 16/2009 y L. 7/2011 será difícil una interpretación teleológica correctora, no solo porque se trata de una modificación posterior a tesis ya expuestas por algunas resoluciones judiciales en materia de clasificación de swaps (luego la reforma es consciente del estado de la cuestión) sino, además, porque la teleología de los créditos contra la masa no es única ya que en la Ley Concursal aparecen algunos créditos reconocidos como contra la masa que solo se justifican por el elemento temporal -"créditos sintéticos" (SJM Bilbao nº 2 14-7-2008)- y no se derivan de relaciones necesarias para la continuidad de la actividad -"créditos de continuidad".

supone un obstáculo añadido para la continuación de la actividad empresarial de la empresa concursada, objetivo reafirmado tras las reformas de la LC en la Ley 38/2011, de 10 de octubre, de reforma de la LC, y la ley 17/2014, de 30 de septiembre, por la que se adoptan medidas urgentes en materia de refinanciación y reestructuración de deuda empresarial.

Las resoluciones judiciales referenciadas que niegan la existencia de reciprocidad en las permutas financieras se han apoyado en este argumento para destacar la necesidad de una interpretación restrictiva de la categoría de los créditos contra la masa, que en la LC se reserva a los créditos necesarios y útiles para el logro de su finalidad de satisfacer de forma colectiva a los acreedores concursales y contribuir a la continuidad de la actividad empresarial³⁹⁹.

IV. CRITERIOS INTERPRETATIVOS DEL TRIBUNAL SUPREMO PARA LA CALIFICACIÓN CONCURSAL DE LAS OPERACIONES DE PERMUTA FINANCIERA

La Sala Primera del Tribunal Supremo ha analizado en sentencias relativamente recientes la problemática de la calificación de las liquidaciones del contrato de permuta financiera devengadas tras la declaración de concurso. Si bien las sentencias se refieren a los créditos devengados por un contrato de permuta financiera de tipos de interés, las cuestiones abordadas son igualmente aplicables a otras modalidades de swap, en la

³⁹⁹ V. al respecto la SJM núm. 2 de Bilbao, de 14 de julio de 2008 que analiza el concepto y las categorías de crédito contra la masa del art. 84.2 LC, a los que define como créditos que “[...] *han de conformarse por un requisito esencial, de carácter teleológico o funcional, que es el interés del concurso*”.

medida en que se refieren a la aplicabilidad o no del régimen especial del RDLACC y al carácter unilateral o recíproco de las prestaciones bajo un contrato de permuta financiera a efectos del pago de las liquidaciones devengadas tras el concurso. Se trata, en definitiva, de criterios interpretativos que aplican las reformas legales al art. 16.2.II RDLACC de relevancia para unificar los criterios de los Juzgados de lo Mercantil y las Audiencias Provinciales a efectos del reconocimiento y la clasificación concursal de los créditos derivados de instrumentos financieros derivados confirmados en el marco de un acuerdo de compensación contractual.

A) APLICABILIDAD DEL RÉGIMEN ESPECIAL DEL ART. 16.2 RDLACC:
STS DE 10 DE JULIO DE 2014 Y 2 DE SEPTIEMBRE DE 2014

Nos referíamos antes a las tesis sostenidas en distintas resoluciones judiciales que han destacado, como premisa para la aplicación del régimen especial del RDLACC, la necesaria existencia de una pluralidad de operaciones financieras concertadas bajo el acuerdo de compensación contractual conforme a una interpretación literal del art. 5.1 RDLACC.

La cuestión relativa a la inexistencia de una pluralidad de operaciones formalizadas en el marco de un acuerdo de compensación contractual como obstáculo para la aplicación del régimen establecido en el RDLACC ha sido clarificada por el Tribunal Supremo en la STS de Sala Primera de 2 de septiembre de 2014, modificando el criterio anterior del Alto Tribunal en STS de 8 y 9 de enero de 2013. La sentencia explicita un criterio que se podía identificar ya en la anterior STS de la Sala Primera de 10 de julio de 2014. El Tribunal Supremo, haciendo una interpretación finalista del art.

5 RDLACC considera aplicable el régimen concursal especial de los acuerdos de compensación contractual a una operación de permuta financiera de tipos de interés, aunque sea la única operación convenida entre las partes, “*siempre que la operación objeto del acuerdo, aunque sea única, genere obligaciones para las dos partes susceptibles de compensación*”⁴⁰⁰. La STS de 2 de septiembre de 2014 es relevante porque, además de confirmar la aplicación de la normativa especial siempre que existe un acuerdo marco, analiza en casación la calificación del crédito de una liquidación de swap -como única operación concluida entre las partes- de fecha anterior a la reforma operada por la Ley 7/2011, cuestión que esta última reforma ya había aclarado para las liquidaciones posteriores a su entrada en vigor el 1 de julio de 2011 confirmando la aplicación del régimen especial del RDLACC cuando el swap es la única operación convenida entre las partes.

Para fundamentar su decisión el Tribunal Supremo entiende que la reforma operada por la Ley 7/2011 ha aclarado las dudas existentes respecto a la exigencia de más de una operación para aplicar el régimen del RDLACC, entendiendo que su interpretación queda refrendada con la citada reforma que -siendo consciente de la disparidad de criterios judiciales respecto a la normativa especial- faculta a realizar la compensación convencional en los casos en que bajo el acuerdo marco solo se ha concluido una operación de derivados.

⁴⁰⁰ OLIVENCIA en el referido dictamen sobre la calificación concursal de los créditos procedentes de un acuerdo de compensación contractual, se había manifestado anteriormente a favor de esta interpretación finalista antes de la reforma de la Ley 7/2011 con argumentos similares: “[] *En definitiva, aunque el acuerdo de compensación contractual tenga por objeto una sola operación financiera, su causa existe y es lícita si la finalidad es regular los créditos/deudas recíprocos que nazcan de esa relación y reconducirlos a una sola obligación, consistente en el saldo neto que resulte de la liquidación.*”

La importancia de la STS de 2 de septiembre de 2014, que no tiene valor de jurisprudencia, radica en que una vez situada la calificación del crédito en el ámbito del RDLACC, no ha lugar a plantear el problema conceptual de la existencia o no de sinalagma funcional en las obligaciones derivadas de un contrato de permuta financiera, pues se puede decir que cuando se opera bajo el amparo de un acuerdo de compensación contractual el legislador ha optado en las diversas reformas del RDLACC por reconducir el tratamiento concursal a una específica calificación concursal ya prevista en el art. 16.2 RDLACC, como crédito concursal o crédito contra la masa, en función de la fecha del incumplimiento, a la que habría que atenerse sin necesidad de plantear otras cuestiones ulteriores.

**B) LA PRETENDIDA FALTA DE RECIPROCIDAD FUNCIONAL EN EL
SWAP: STS DE 8 Y 9 DE ENERO DE 2013**

La aplicación del régimen especial cuando entre las partes solo existe una operación de swap debería excluir cualquier cuestión ulterior respecto al reconocimiento y la clasificación de créditos de las liquidaciones devengadas tras la declaración de concurso. El art. 16.2.II del RDLACC establece un tratamiento concursal específico para la operación u operaciones financieras confirmadas bajo el acuerdo que dispensa de analizar la naturaleza jurídica de las permutas financieras como contrato sinalagmático.

Únicamente en los casos en que el contrato de permuta financiera no se encontrara sometido a un acuerdo de compensación contractual, supuesto por otra parte remoto dado que todas las operaciones sobre instrumentos financieros derivados se amparan en un contrato marco de soporte, podría resultar de aplicación la doctrina jurisprudencial

abordada por la Sala Primera del Tribunal Supremo en las STS de 8 y 9 de enero de 2013 que afirma la inexistencia de reciprocidad funcional en las permutas financieras para su encaje como contrato de obligaciones recíprocas, a efectos de la calificación concursal como crédito contra la masa de las liquidaciones devengadas por un swap de tipos de interés tras la declaración de concurso⁴⁰¹.

En este sentido, son muy esclarecedoras las sentencias dictadas por la Sección 28ª de la Audiencia Provincial de Madrid, en las SAP de 22 de julio de 2014, 4 y 18 de mayo de 2015⁴⁰², aplicando los criterios interpretativos manifestados por el Tribunal Supremo en las expresas sentencias de 10 de junio de 2014 y 2 de septiembre de 2014. Como expresa de manera aclaratoria el Fundamento Jurídico Tercero de la citada SAP de Madrid de 4 de mayo de 2015⁴⁰³ “[...] *solamente fuera del marco referido [del RDLACC] podría considerarse aplicable la doctrina jurisprudencial atinente a la clasificación concursal que correspondería al saldo acreedor derivado de las liquidaciones de una permuta financiera (swap), que fue abordado por la Sala 1ª del Tribunal Supremo en sus sentencias de 8 y 9 de enero 2013, las cuales entendían que en un contrato de dichas características no surgirían obligaciones funcionalmente recíprocas ya que solamente nacerían para una de las partes (la desfavorecida por la "apuesta" que, en definitiva, encerraría este tipo de contratos)*”.

⁴⁰¹ En la STS (Sala de lo Civil), de 9 de enero de 2013 (RJ 2013/1633), el Tribunal Supremo afirmó en respuesta a las alegaciones del recurso de casación en el que se referían insistentemente las cláusulas de un CMOF afirmando la reciprocidad, que la falta de reciprocidad “*no queda desvirtuada por la afirmación formal, que aparece contraria al propio comportamiento de la recurrente, de que banco y cliente se pagan mutuamente a fin de "permutar flujos financieros", probablemente dirigida a eludir la eventual aplicación de las reglas concursales*”. V. comentario a las STS de BLASCO MUÑOZ, A., “Derivados y concurso de...”, *op. cit.*, pp. 804-805.

⁴⁰² SAP de Madrid, Secc. 28ª, de 18 de mayo de 2015 (JUR 2015/142524).

⁴⁰³ SAP de Madrid, Secc. 28ª, de 4 de mayo de 2015 (JUR 2015/160371).

C) LA VIGENCIA DEL SWAP TRAS EL CONCURSO: POSIBLE CAMBIO DE CRITERIO DEL TRIBUNAL SUPREMO

Las STS de 10 de junio de 2014 y 2 de septiembre de 2014 contienen votos particulares que revelan la existencia de profundas discrepancias en el seno de la Sala Primera del Tribunal Supremo sobre la naturaleza jurídica de los acuerdos de compensación contractual. En el fondo de estas resoluciones late el debate sobre la calificación como crédito contra la masa de las liquidaciones tras el concurso si el contrato de swap continua vigente, dada la nula conexión teleológica de las permutas financieras con el concepto tradicional de los créditos contra la masa como créditos de continuidad.

Se trata de un asunto de política legislativa que debiera abordarse en aras a evitar la aplicación de la doctrina jurisprudencial de las STS de 8 y 9 de enero de 2013 sobre el régimen concursal de los contratos con obligaciones recíprocas con objeto de excluir la consideración contra la masa. En esta línea deben interpretarse los votos particulares formulados en las STS de 10 de junio de 2014 y 2 de septiembre de 2014. Particularmente, esta última sentencia explicita en el voto particular una doctrina que bien pudiera representar un próximo cambio de criterio jurisprudencial de la Sala Primera del Tribunal Supremo en la calificación de los supuestos en que el intermediario financiero no hace uso de la posibilidad de dar por vencido anticipadamente el swap y tras la declaración de concurso se siguen devengando las correspondientes liquidaciones (primer inciso del art. 16.2.II RDLACC).

El voto particular a la STS de 2 de septiembre de 2014 considera en este caso que el art. 16.2 del RDLACC no es aplicable *“porque no se ha producido el supuesto de hecho previsto en el mismo, la resolución o vencimiento anticipados de operaciones financieras concertadas al amparo de un acuerdo de compensación contractual con motivo de la declaración de concurso e inclusión en el concurso del importe neto resultante de la liquidación de los saldos correspondientes a cada una de las operaciones vencidas o resueltas anticipadamente.”* Cuando la entidad financiera no ejercita la acción de resolución, el voto particular entiende que el crédito resultante de las liquidaciones del contrato de swap de tipos de interés que vayan venciendo con posterioridad a la declaración de concurso habrá de recibir la calificación que proceda según las normas de la Ley Concursal, lo que conllevaría el necesario análisis de las permutas financieras como contratos de obligaciones recíprocas.

V. ESPECIALIDADES RELEVANTES DEL SWAP SOBRE ACCIONES O ÍNDICES BURSÁTILES DE SU CALIFICACIÓN CONCURSAL

La gran mayoría de las resoluciones judiciales que han analizado la calificación concursal de los créditos procedentes de operaciones de permuta financiera se refieren a la modalidad de los swaps de tipo de interés. Existen muy pocos pronunciamientos judiciales que hayan abordado la clasificación en el concurso de los créditos procedentes de operaciones de permuta financiera referenciadas a índices bursátiles o a acciones de sociedades cotizadas. No obstante, conviene tener en cuenta las siguientes consideraciones antes de abordar la calificación concursal del contrato.

A) LA PERMUTA FINANCIERA DE ÍNDICES BURSÁTILES

En el caso de los índices bursátiles, el swap sobre índices es una operación de permuta financiera que muy rara vez puede ser analizada en un concurso de acreedores. El concurso es una situación infrecuente entre las contrapartes financieras que contratan este swap, generalmente solventes y sometidas a supervisión prudencial de su actividad. La aplicación de los procedimientos administrativos de actuación temprana o resolución de carácter paraconcursal en la Ley 11/2015 busca precisamente evitar el concurso en vía judicial de las entidades financieras, incluso en el caso que el concurso se hubiera solicitado con carácter necesario por parte de un acreedor⁴⁰⁴.

Entre otras medidas de saneamiento, la Ley 11/2015 autoriza al FROB, como autoridad de resolución, a suspender el ejercicio del derecho de vencimiento anticipado de las contrapartes de los contratos de derivados en caso de incumplimiento de una entidad de crédito o una empresa de servicios de inversión para no frustrar los planes de resolución de estas entidades financieras. Como operación formalizada entre

⁴⁰⁴ La evitación del concurso de las entidades financieras se erige en uno de los principios básicos de partida afirmados en el Preámbulo de la Ley 11/2015 de la recuperación y resolución de las entidades de crédito y de las empresas de servicios de inversión: “[...] *Un principio básico del que parte la ley es que los tradicionales procedimientos concursales, llevados a cabo en vía judicial, no son, en muchos casos, útiles para llevar a cabo la reestructuración o cierre de una entidad financiera inviable. Dados su tamaño, la complejidad y singularidad de sus fuentes de financiación, que incluye depósitos legalmente garantizados, y su interconexión con otras entidades, la liquidación ordinaria de una entidad financiera difícilmente podría evitar daños irreparables al sistema financiero y a la economía de un país. Por lo tanto, resulta necesario articular un procedimiento especial, riguroso y flexible al tiempo, que permita a las autoridades públicas dotarse de poderes extraordinarios en relación con la entidad fallida y sus accionistas y acreedores. Un procedimiento, en suma, que permita un seguimiento estrecho y continuado sobre la entidad a resolver por parte de la autoridad de resolución, y que esté exclusivamente enfocado hacia el cometido de resolverla eficientemente.*”

contrapartes financieras, la insinuación de créditos de una operación de permuta financiera de índices bursátiles es muy inusual.

B) LA PERMUTA FINANCIERA SOBRE ACCIONES

En el caso de los swaps sobre acciones, la clasificación concursal del crédito por el saldo neto de la liquidación anticipada en el concurso ha sido abordado en algún pronunciamiento judicial, si bien las conclusiones son difícilmente extrapolables ya que los escasos precedentes judiciales se refieren a supuestos litigiosos en los que se discute la existencia del derecho al importe de la liquidación anticipada y si se incluye o no el crédito insinuado por el intermediario financiero como contingente o se excluye el mismo en la lista de acreedores⁴⁰⁵. En todo caso, para la clasificación de créditos se debe partir de la premisa que las operaciones de permuta financiera sobre acciones sólo pueden ser vencidas anticipadamente a instancias de la entidad financiera que actúa como intermediario financiero en la operación de swap por un incumplimiento imputable al cliente-concursado⁴⁰⁶.

Este planteamiento nos lleva a situar el riesgo de situaciones concursales en el sujeto que en la relación de permuta financiera actúa como cliente, en operaciones con

⁴⁰⁵ Este fue el caso de los contratos de permuta financiera sobre acciones suscritos entre Gaesco y Banco Santander. En la SJM núm. 10 de Barcelona de 17 de febrero de 2015 (JUR 2015/160110) el juzgado desestima la demanda incidental interpuesta por Banco Santander, confirmando la exclusión del crédito del banco de la lista de acreedores por incumplimiento de los términos de liquidación y cancelación anticipada de las permutas financieras suscritas entre las partes.

⁴⁰⁶ Aproximación compartida por los Jueces de lo Mercantil de Barcelona en las Conclusiones del Seminario de los Jueces de lo Mercantil de Barcelona de 21 de enero de 2010 y 1 de febrero de 2010: “[...] Así pues, dejando al margen supuestos de vencimiento anticipado por causas objetivas sobrevenidas y en interés del concurso, y centrándonos en las causas imputables al concursado, las operaciones financieras o el acuerdo de compensación solo pueden vencerse a instancias de la entidad de crédito.”

clientes corporativos que recaen sobre acciones admitidas a negociación en los que el *swap* de acciones puede ser (o no) la única operación financiera concluida entre las partes bajo el acuerdo de compensación firmado. Teniendo en cuenta que las resoluciones de los Jueces de lo Mercantil han entrado a analizar la naturaleza jurídica de las permutas financieras, la calificación del *swap* sobre acciones en el concurso debería tener presente los caracteres específicos del contrato, que constituyen especialidades relevantes para su tratamiento en el concurso, sobre todo en los casos en que el contrato representa la única operación concluida entre las partes y puede ser necesario enjuiciar su naturaleza jurídica como contrato unilateral o de obligaciones recíprocas a los efectos de calificar las prestaciones adeudadas al intermediario financiero como crédito contra la masa.

Son de especial relevancia aquí las consideraciones anteriores respecto a la naturaleza jurídica de las permutas financieras sobre acciones, en los que hemos definido el contrato como esencialmente conmutativo y sinalagmático, generador de dos obligaciones de pago diferenciadas sobre los dos activos subyacentes referenciados (acciones, tipos de interés), que en nuestra opinión son obligaciones funcionalmente recíprocas y causalmente interdependientes.

La existencia de reciprocidad funcional es innegable en los casos en que el *swap* sobre acciones se liquida o puede concluirse mediante la compraventa de los valores subyacentes, situación reconocida en la legislación de transparencia bursátil (art. 53.3 LMV), pues la compraventa es el ejemplo paradigmático de contrato sinalagmático de obligaciones funcionalmente recíprocas. En los casos en que el *swap* de acciones se liquida por diferencias en efectivo entendemos que también existe interdependencia

funcional de las prestaciones, pues en los contratos con causa diferencial que referencian valores negociables existen dos obligaciones de pago diferenciadas sobre dos activos subyacentes distintos (a diferencia de las permutas financieras de tipo de interés, en que existe un único subyacente a un índice de referencia de tipos). La existencia de reciprocidad funcional difícilmente puede ser discutida en los casos en que el intermediario financiero no declara el vencimiento anticipado del contrato y continua cumpliendo con la obligación de prestar la cobertura financiera que le faculta a exigir el pago de las liquidaciones devengadas tras la declaración de concurso o el crédito resultante de la cancelación anticipada posterior. Este supuesto se antoja de difícil ocurrencia teniendo en cuenta que el intermediario financiero puede cancelar la cobertura tomada y recuperar parte de la inversión realizada vendiendo las acciones subyacentes en el mercado, lo que en caso de inminencia concursal procurará realizar antes de la declaración de concurso.

No obstante, como apuntábamos anteriormente la controversia respecto a la calificación concursal de los instrumentos financieros derivados confirmados en un acuerdo de compensación se ha simplificado tras las últimas reformas legales, que ya han merecido pronunciamientos del Tribunal Supremo y las Audiencias Provinciales.

VI. CALIFICACIÓN CONCURSAL DE LOS CRÉDITOS PROCEDENTES DE UN CONTRATO DE PERMUTA FINANCIERA SOBRE ACCIONES

Una vez analizada la problemática de la calificación concursal de las permutas financieras de tipo de interés y comentadas las especialidades relevantes a efectos concursales del swap de acciones, estamos en disposición de realizar la calificación de

los créditos procedentes de una operación de permuta financiera sobre acciones devengados con posterioridad a la declaración de concurso.

Como premisas de partida en la calificación debe tenerse en cuenta que el régimen concursal especial de los acuerdos de compensación contractual establecido en el art. 16 del RDLACC alcanza y resulta también de aplicación a la calificación del crédito resultante de una operación de permuta financiera sobre acciones, como operación integrada en un acuerdo marco de compensación contractual.

Esta puede ser o no la única operación financiera entre el intermediario financiero y la contraparte concursada bajo el acuerdo, sin que ello sea óbice para la aplicación del régimen especial, que se extiende a todas las operaciones sobre instrumentos financieros derivados confirmadas en el marco de un acuerdo de compensación contractual. A efectos de la calificación debemos asumir que la liquidación anticipada del acuerdo marco que documenta la operación de permuta financiera sobre acciones arroja un saldo acreedor positivo a favor del intermediario financiero. En caso contrario, este último podría optar por mantener la vigencia del contrato y no instar el vencimiento anticipado.

A) CRÉDITO PROCEDENTE DE UNA LIQUIDACIÓN DE EFECTIVO SOBRE EL TIPO DE INTERÉS DEL SWAP, POSTERIOR AL CONCURSO

En caso de que el swap sobre acciones se mantenga vigente y el crédito resulte de una liquidación practicada con posterioridad al auto de declaración de concurso se plantea la cuestión controvertida sobre la calificación del crédito como concursal o contra la masa. Dejando de lado el problema conceptual sobre la existencia o no de

reciprocidad, que no ha lugar a suscitarse cuando la operación se ha convenido bajo un acuerdo de compensación contractual, entendemos que conforme al art. 16.2.II del RDLACC el crédito del intermediario financiero es contra la masa, debiendo pagarse a su vencimiento.

No obstante, tratándose de una liquidación que en las convenciones de la confirmación se denomina como de intereses, existen altas probabilidades que por analogía con lo dispuesto en el art. 59 LC el crédito sea calificado como crédito concursal subordinado con arreglo al art. 92.3º LC. En este último caso hay bases sólidas para cuestionar que el importe de la liquidación sea conceptuada como intereses, pues ni retribuye préstamo o crédito alguno, ni el swap resulta en una transferencia de capital. En este sentido resulta muy aclaratoria respecto a la naturaleza jurídica de las liquidaciones de un swap la SAP de Madrid, Secc. 28ª, de 18 de mayo de 2015, que reafirmando el criterio sostenido por la misma Audiencia Provincial en otras sentencias anteriores en las que sostenía que la causa del swap no es la remuneración de un préstamo o crédito, declara que el saldo de un contrato de permuta financiera no reviste el carácter de interés⁴⁰⁷.

⁴⁰⁷ La SAP de Madrid de 18 de mayo de 2015 (JUR 2015/142524), citando la anterior sentencia del mismo tribunal de 20 de diciembre de 2013 (JUR 2014/58752), argumenta lo siguiente respecto a la asimilación de las liquidaciones de un swap a intereses: “[...] *La finalidad de un contrato de permuta financiera, incluso si estuviese ligado o relacionado con un contrato de préstamo o de crédito, no sería propiamente sustituir el pacto de intereses, sino garantizar la posición económica de las partes ante las modificaciones que el tipo pactado pudiera llegar a experimentar en el futuro. La causa contractual radica en la reducción de los riesgos inherentes a subidas o bajadas de los tipos de interés, pues los de carácter variable están sometidos a los cambios que marque el mercado. La finalidad y causa de los swaps sobre tipos de intereses es la gestión y cobertura de los riesgos financieros relacionados con éstos. La permuta financiera de tipos de interés es, por lo tanto, desde el punto de vista jurídico, un contrato autónomo e independiente de las operaciones de pasivo cuyo riesgo de tipo de interés pueda estar intentando cubrir. El swap no entrañaría una novación del pacto de intereses de la operación u operaciones de pasivo a las que pudiera estar brindando cobertura, si es que las hubiera en el caso concreto del que se tratase. La función que cumple el pago de intereses en el marco de las relaciones*

contractuales es, en el caso de los de carácter remuneratorio, la de retribuir el uso de un capital ajeno y, en el caso de los de demora, la de actuar como una indemnización por retraso o por incumplimiento -componente resarcitorio- y como mecanismo desincentivador del incumplimiento o el cumplimiento tardío -componente sancionatorio-. En cambio, la causa del swap no es la remuneración de un capital prestado, ni tampoco la de actuar como instrumento para impulsar el cumplimiento de otro contrato, y además quién haya de ser el que finalmente quede obligado al pago frente a la otra parte será determinado por las oscilaciones de los tipos de interés, porque de ellas derivan los riesgos que las partes quieren cubrir al suscribir este tipo de contratos. Los pagos que se hagan entre las partes en virtud de las permutas financieras sobre tipos de interés no retribuyen nunca un préstamo o un crédito ni se produce una transferencia de capital en concepto de financiación por la entidad de crédito al cliente o viceversa. Las liquidaciones en un swap de tipos de interés se calculan sobre la base de una cantidad teórica (nacional o pactada a efectos de cálculo). Ni la contratación del swap altera las prestaciones propias del préstamo o crédito paralelo ni tampoco la firma del préstamo supone modificación alguna de las prestaciones del swap. Aun cuando las partes hubiesen decidido que la razón para suscribir el swap estuviera relacionada con la paralela firma de otros contratos de los que se derivase el devengo de un interés periódico, ello no significaría que el contrato de swap perdiese su autonomía y que sus prestaciones pudieran ser asimiladas a intereses. Porque la función de cobertura de riesgo que cumple el swap no desplaza la de pagar el interés ni puede confundirse con ella. Que sirva de garantía frente a la evolución (favorable o adversa) de los tipos de interés, no supone que las prestaciones que del mismo resulten por consecuencia de liquidaciones negativas para el prestatario deban merecer la consideración de intereses (coincidimos en este sentido con lo señalado por la sentencia de la sección 15ª de la AP Barcelona de 20 febrero de 2012). Debemos subrayar que el mecanismo de la subordinación diseñado por la Ley Concursal contribuye, con un evidente criterio de justicia, a garantizar que, entre otros efectos, componentes accesorios de las deudas (como los intereses) no produzcan el efecto pernicioso de agotar el patrimonio del deudor haciéndolo insuficiente para atender, en la medida en que proceda, los derechos de los demás acreedores, por lo que se persigue que se satisfaga primero el principal de todos los créditos antes de atender aquellos otros conceptos con los bienes que al final le pudieran restar al concursado. Por lo tanto tiene sentido la subordinación en la medida en que estemos ante lo que pueda considerarse accesorio (como los intereses), pero no ocurriría lo mismo si estuviésemos ante un aspecto esencial de un determinado contrato (en este caso las liquidaciones resultantes del swap). La aplicación con carácter extensivo del artículo 92 de la LC para dar cabida a otros créditos, aparte de los que en él se relacionan, que hayan de resultar postergados en el seno de un concurso nos parece fuera de lugar, cuando la Ley Concursal no da pie, precisamente, a ese tipo de interpretaciones, pues se señala en su exposición de motivos (expositivo nº V) que la calificación de ordinarios de los créditos constituye la regla general del concurso, a la que solo caben excepciones contadas y muy justificadas, que pueden serlo positivas (los privilegios) y negativas (la subordinación crediticia). No resulta adecuado incurrir en ampliaciones de las mismas para comprender supuestos no previstos en tales excepciones, que no guarden clara identidad de razón hasta el punto de permitir subsumirlas en las ya existentes sin llegar a forzarlas... ”.

B) CRÉDITO RESULTANTE DEL VENCIMIENTO ANTICIPADO

En el supuesto que la cancelación anticipada del acuerdo marco de soporte del swap sobre acciones tenga lugar con posterioridad a la declaración de concurso, por causa distinta de esta, la consideración del crédito es contra la masa, por aplicación del régimen especial del art. 16.2.II RDLACC.

CAPÍTULO XI

CONCLUSIONES

Primera.- Los derivados financieros son contratos mercantiles cuya función económica es facilitar la gestión del riesgo de incremento o depreciación del precio de los activos financieros sujetos a oferta y demanda. Su carácter instrumental es idóneo para transferir a los intermediarios financieros que prestan servicios de inversión el riesgo financiero implícito en la contratación a plazo, en beneficio de las empresas y agentes del mercado. En la legislación mercantil española no encontramos un concepto normativo de los contratos de derivados, y su concepto sigue siendo atípico en la Propuesta de Código Mercantil elaborada por la Comisión General de Codificación, si bien se considera que pertenecen a la categoría de los contratos “a plazo” y se les ha caracterizado, a nivel de las normas y criterios de reconocimiento contable, como contratos cuya formalización es posible con una inversión inicial inferior a las operaciones de contado, de valor sujeto a las oscilaciones del precio del activo subyacente al que van referenciados y cuya liquidación puede ser diferencial en efectivo o mediante entrega de los valores subyacentes.

Segunda.- La contratación de derivados financieros entraña un doble negocio jurídico: el propio contrato de derivados y el negocio jurídico de venta del instrumento

financiero derivado. Son, a la vez, contratos e instrumentos financieros objeto de la prestación de servicios de inversión. Esta caracterización de los contratos de derivados como instrumentos financieros tiene su origen en la transposición de la Directiva 93/22/CEE de Servicios de Inversión en nuestra Ley del Mercado de Valores, que define el ámbito objetivo de los instrumentos financieros sobre los que se proyecta la citada regulación.

Tercera.- El período de crisis financiera internacional iniciado a partir del año 2008 ha supuesto una nueva regulación de los instrumentos financieros derivados OTC en aspectos relevantes de su régimen jurídico. Especial impacto sectorial para los contratos de derivados extrabursátiles resulta la normativa EMIR, que ha establecido la obligación de compensación centralizada de los derivados extrabursátiles más estandarizados; la instauración de políticas de mitigación del riesgo de contraparte OTC; el deber de confirmación de las operaciones en plazos extraordinariamente cortos; la valoración diaria de las posiciones en instrumentos financieros derivados extrabursátiles; la obligación de exigir el intercambio de garantías financieras fijas y variables adecuadas al perfil de cada operación OTC; y la preceptiva notificación de los datos de contratación de los derivados extrabursátiles a repositorios de operaciones de derivados que hayan sido expresamente autorizados.

Cuarta.- Los instrumentos financieros referenciados a los activos de renta variable son contratos de derivados financieros que replican con finalidad de cobertura, arbitraje o especulación, la evolución bursátil de activos cuyo subyacente son acciones de una sociedad mercantil admitida a negociación en un mercado regulado, un índice bursátil, o cestas de acciones o índices bursátiles. Los instrumentos financieros derivados de renta

variable pueden ser extrabursátiles (OTC), o de carácter negociado en mercados regulados, en cuyo caso se pueden contratar y negociar en mercados secundarios oficiales derivados para la categoría de los contratos de futuros y opciones financieras.

Quinta.- Nuestra legislación del mercado de valores reconoce los instrumentos financieros relacionados con valores negociables o índices financieros, liquidables en efectivo o en especie, reconociendo la estructura dual característica de estos derivados financieros, de contrato mercantil e instrumento financiero. La contratación de instrumentos financieros derivados sobre acciones, índices bursátiles o cestas de acciones o índices bursátiles, está sujeta a normas de conducta de obligatoria observancia antes, durante y después de la contratación, canalizada a través de las entidades financieras que prestan servicios de servicios.

Sexta.- La contratación de instrumentos financieros OTC referenciados a acciones cotizadas, a índices bursátiles, o a cestas de acciones o índices bursátiles, como contratos a plazo, opciones, swaps, u otros derivados (contratos por diferencias, contratos de cobertura con techo o suelo, etc.), es extrabursátil, bilateral y no compensada a través de entidad de contrapartida central, sujeta a los estándares técnicos de obligado cumplimiento de la normativa EMIR. La negociación de los derivados OTC sobre acciones e índices bursátiles se canaliza mediante documentos de confirmación de operación, integrados en acuerdos marco de compensación contractual financieros. Los acuerdos de compensación contractual gozan de reconocimiento legal expreso en nuestro Ordenamiento mercantil, como técnica de reducción del riesgo de crédito por contraparte en la legislación de entidades de crédito, y como acuerdo de compensación contractual de carácter normativo, cuyo efecto es la creación de una única obligación

jurídica exigible por el saldo neto de las operaciones sobre instrumentos financieros derivados concluidas en caso de vencimiento anticipado por causa del concurso de acreedores de cualquiera de las partes.

Séptima.- El contrato de permuta financiera sobre acciones o índices bursátiles (“equity swap”) es un contrato mercantil de derivados, atípico y carente de regulación sustantiva en nuestro Ordenamiento, extrabursátil, complejo, de causa generalmente diferencial, admitido al amparo de la autonomía privada de la voluntad, perteneciente a la categoría de los instrumentos financieros referenciados a los activos de renta variable, instrumental para la cobertura o especulación con el riesgo bursátil, mediante el que dos partes clasificadas como partes profesionales se intercambian pagos referenciados a la evolución bursátil de las acciones cotizadas o pagos referenciados a la variación porcentual de uno o varios índices bursátiles durante un periodo de cálculo dado, por o a cambio de pagos de efectivo calculados mediante la aplicación de un tipo de interés sobre el importe nominal del contrato, fijado en el documento de confirmación de la operación. En caso de pérdidas, debido a que el precio/nivel de las acciones cotizadas o del índice bursátil descienda sobre la referencia inicial de precio/nivel indicada en el documento de confirmación, éstas deberán ser íntegramente reembolsadas por la parte que asume pagos referenciados a un tipo de interés a la contraparte. La formalización del swap sobre acciones o índices bursátiles genera un instrumento financiero derivado de efecto económico equivalente a la titularidad del activo subyacente (acciones, índices bursátiles) cuyo movimiento de cotización es replicado.

Octava.- El ámbito de la relación negocial de permuta financiera sobre acciones o índices bursátiles es especializado y cualificado, entre partes profesionales, en la que

una de las partes es una entidad financiera que presta un servicio de inversión por cuenta propia en la venta del instrumento de permuta financiera, a la que identificamos en el negocio como el intermediario financiero, que en la relación jurídica de swap asume contractualmente el riesgo de subida (como Pagador de Revalorización Bursátil) o de bajada (como Pagador de Tipo Variable) del precio/nivel de cotización de las acciones o los índices bursátiles, en función del tipo de cobertura alcista o bajista solicitada por el cliente que contrata el instrumento financiero de swap. La otra parte de la relación negocial, o contraparte, es el cliente profesional que solicita la contratación del derivado. El cliente puede ser una contraparte financiera, u otro tipo de cliente profesional (sociedad mercantil, fondo de inversión, inversor institucional, etc.) que cumpla los requisitos para acceder a dicha clasificación.

Novena.- Los swaps sobre acciones o índices bursátiles son instrumentos financieros derivados reconocidos de forma expresa en las normativas comunitarias MiFID y EMIR, comprendidos en el ámbito objetivo de los instrumentos financieros de nuestra Ley del Mercado de Valores, susceptibles de liquidación diferencial en efectivo, o en especie mediante compraventa de los valores subyacentes. El contrato de swap que recae sobre acciones individuales puede establecer, a favor del cliente titular del instrumento financiero, la facultad de elegir si el swap se liquida en efectivo o mediante la compraventa bursátil de los valores subyacentes. La liquidación en especie no es posible en los swaps referenciados a índices bursátiles, basada exclusivamente en la liquidación diferencial.

Décima.- Los swaps sobre acciones y los swaps sobre índices bursátiles son negocios de operativa y características esencialmente diferentes, con el punto en común

de estar basados en una estructura de permuta financiera de pagos y referenciar la evolución bursátil de la renta variable. Su tratamiento unitario en nuestro análisis se justifica en la unicidad de causa de cobertura del riesgo de mercado de la renta variable y en la uniformidad contractual existente en los clausulados de confirmación de la operación de “equity swap”, que presenta al swap sobre acciones y al swap sobre índices bursátiles como una categoría unitaria de swap bursátil (“equity”) en los acuerdos marco de las principales asociaciones profesionales de derivados.

Décimo primera.- El contrato de permuta financiera sobre índices bursátiles es un contrato mercantil suscrito entre una institución de inversión colectiva de carácter financiera, representado legalmente por la SGIIC que tiene encomendada su gestión, y una entidad financiera sujeta a supervisión prudencial de su actividad que asume el compromiso financiero de contrapartida del derivado. Se utiliza como estrategia en la gestión de IICs por parte de las SGIICs para la obtención, a través de la reproducción de uno o varios índices bursátiles, del objetivo de rentabilidad bursátil de los fondos de inversión bajo gestión que replica el índice o el índice bursátiles. En virtud del pacto de permuta financiera, una parte se compromete al pago de la revalorización bursátil de uno o varios índices bursátiles por encima de un nivel de referencia inicial, y la otra parte a realizar pagos de efectivo calculados mediante la aplicación de un tipo de interés sobre el importe nominal del contrato. Nuestra legislación de IICs no regula el swap sobre índices bursátiles pero si disciplina los requisitos regulatorios para reproducir índices bursátiles mediante permutas financieras, así como las condiciones de solvencia que debe reunir la entidad financiera que presta la contrapartida de permuta financiera. La atipicidad del contrato en este caso es parcial y relativa.

Décimo segunda.- El contrato de permuta financiera sobre acciones cotizadas es un derivado financiero instrumental para la cobertura o especulación con el riesgo de fluctuación del precio de cotización de las acciones admitidas a negociación en mercados regulados. Cuando la permuta financiera recae sobre acciones individuales (sobre un solo valor), el negocio de swap corporativo se utiliza como estrategia de cobertura para neutralizar el riesgo de subida del precio de cotización de un paquete de acciones por encima de un precio de referencia inicial (riesgo alcista/posición larga), o para estabilizar el precio de cotización de una participación accionarial, significativa o no (riesgo bajista/posición corta). En nuestra legislación, el contrato de permuta financiera sobre acciones cotizadas tiene cierta tipificación normativa indirecta en la normativa de OPAs en los aspectos relativos a la adquisición del control de las sociedades cotizadas, mediante contratos de swaps sobre acciones u otros instrumentos financieros sobre acciones con intermediarios financieros concertados, así como en lo relativo al régimen de transparencia bursátil, que obliga a comunicar a la sociedad emisora y a la CNMV el porcentaje de derechos de voto conexos al swap sobre acciones en caso de que se superen, reduzcan o alcancen determinados porcentajes de derechos de voto.

Décimo tercera.- El contrato de swap sobre acciones individuales es un instrumento financiero derivado utilizado como estrategia de cobertura del riesgo de fluctuación al alza o a la baja del precio de cotización de las acciones cotizadas, con múltiples finalidades corporativas. Entre otras aplicaciones posibles, la funcionalidad del swap sobre acciones permite, a través de intermediarios financieros interpuestos, la adquisición de participaciones significativas, adquiriendo influencia o consolidando la obtenida, al precio de referencia inicial fijado en la fecha de contratación, reduciendo el

coste financiero de la adquisición; la exclusión del volumen de acciones subyacentes a swaps de acciones del capital flotante en circulación destinatario de una OPA; la cobertura de permuta financiera de planes de opciones sobre acciones u otros sistemas retributivos referenciados al valor de las acciones; la gestión del plazo de obtención de las autorizaciones administrativas necesarias para la adquisición de participaciones significativas en sociedades cotizadas que operan en sectores regulados; y el activismo accionaria a través de swaps con cesión del derecho de voto.

Décimo cuarta.- El contrato de permuta financiera sobre acciones o índices bursátiles participa de algunos de los caracteres expuestos en la jurisprudencia que ha analizado la naturaleza jurídica de las permutas financieras de tipo de interés, con motivo de la conflictividad judicial suscitada como consecuencia de la comercialización minorista de swaps de tipo de interés. En sus caracteres jurídicos específicos, el contrato de permuta financiera sobre acciones o índices bursátiles se define como un contrato mercantil, atípico, bilateral, autónomo y principal, extrabursátil, consensual, oneroso, recíproco, esencialmente conmutativo, indeterminado pero determinable, de duración continuada y tracto sucesivo.

Décimo quinta.- El contrato de permuta financiera sobre acciones o índices bursátiles presenta un componente de aleatoriedad relevante (alea económica), que no diluye los elementos conmutativos del contrato. La aleatoriedad alcanza a la concreta fijación del *quantum* de las prestaciones de dar de las partes, pero no a la identificación de la parte que, en cada liquidación, resultará deudora de la prestación (alea jurídica), al menos, por lo que se refiere a la prestación correspondiente a los pagos de efectivo calculados mediante la aplicación de un tipo de interés sobre el importe nominal del

contrato, cuya prestación no es aleatoria, sino constante y de carácter periódico. El componente de aleatoriedad no afecta a la causa del contrato ni lo hace condicional, o sujeto a condición suspensiva.

Décimo sexta.- Las obligaciones del contrato son bilaterales, sinalagmáticas y recíprocas. Una parte se obliga a realizar pagos por revalorización bursátil, por o a cambio, de pagos de efectivo calculados mediante la aplicación de un tipo de interés sobre el importe nominal del contrato. La naturaleza de las prestaciones de las partes se puede considerar recíproca incluso en los supuestos en que los pagos son exclusivamente diferenciales y a cargo de una sola de las partes en las sucesivas liquidaciones, aunque pueda (o no) -dependerá de la estructuración- existir reciprocidad funcional en las liquidaciones. En nuestra opinión, aunque con apoyo interpretativo de buena parte de la doctrina especializada y de corrientes jurisprudenciales relevantes, la interpretación judicial que defiende la inexistencia de reciprocidad en las permutas financieras se refiere únicamente a las permutas financieras de tipos de interés, y quizás confunde el mecanismo liquidatorio propio de las permutas financieras (a través de la liquidación por diferencias o por saldos de los acuerdos marco de compensación contractual), con las obligaciones recíprocas de las partes en el contrato, referenciadas en el “equity swap” a dos activos subyacentes distintos (acciones o índices bursátiles, tipos de interés).

Décimo séptima.- La naturaleza jurídica del contrato de permuta financiera sobre acciones o índices bursátiles es la de un contrato mercantil atípico, principal y autónomo, con caracteres propios, singulares y específicos, carente de regulación sustantiva. En los casos en que el contrato de permuta financiera recae sobre acciones

individuales y es susceptible de liquidación en especie mediante la compraventa de los valores subyacentes, el negocio de swap corporativo tendría elementos yuxtapuestos de los contratos bursátiles a plazo o la opción de compra, y podría configurarse como un contrato de permuta financiera con causa de cambio, no diferencial, preliminar o preparatorio de la posterior adquisición de los valores subyacentes.

Décimo octava.- La posición jurídica del intermediario financiero en el swap sobre índices bursátiles es la de una entidad de contrapartida, sujeta al cumplimiento de determinados específicos de solvencia, calificación crediticia y jurisdicción. La posición jurídica del intermediario financiero en swap sobre acciones es la de una persona interpuesta en la cobertura del riesgo de subida del precio de cotización de las acciones; en la cobertura del riesgo de bajada del precio de las acciones asume una posición jurídica de contrapartida.

Décimo novena.- En los contratos de swap de cobertura del riesgo de subida del precio de cotización de las acciones, el pacto de interposición bursátil entre el intermediario financiero y el cliente es un pacto lícito al amparo de la autonomía de la voluntad, que incluye, o puede incluir, los siguientes elementos de estructura: la adquisición previa de las acciones de cobertura del swap durante un período de construcción de la cobertura (aunque la adquisición o no de la cobertura es una facultad discrecional del intermediario financiero); la prestación de contrapartida financiera del riesgo de revalorización bursátil por encima de un precio de referencia inicial fijado en la confirmación de operación; el pago al cliente de cantidades equivalentes a los dividendos distribuidos por la sociedad emisora; la cesión del derecho de voto; la asunción del riesgo íntegro de las pérdidas en la operación de permuta financiera, por

parte del cliente y contraparte del swap; la liquidación diferencial al cliente del importe de revalorización bursátil en caso de ejercicio por diferencias, o la transmisión al cliente de las acciones subyacentes en caso de liquidación mediante entrega de los valores subyacentes.

Vigésima.- La formalización del swap sobre acciones o índices bursátiles expone al intermediario financiero que presta la contrapartida al riesgo de crédito por contraparte, ante un posible incumplimiento del cliente, como consecuencia de las oscilaciones del precio o nivel del subyacente de acciones o índices bursátiles. La exigencia de garantías financieras de carácter fijo y variable a favor del intermediario financiero, sobre efectivo o valores negociables líquidos, de inmediata realización y reutilizables no es únicamente un requisito de la contratación sujeto a negociación de las partes, sino una exigencia regulatoria impuesta por la normativa EMIR, que exige la valoración diaria a precios de mercado de las posiciones en derivados extrabursátiles y el intercambio de garantías oportuno, exacto y segregado con el cliente, sobre la exposición neta de mercado en cada momento, para la mitigación del riesgo de contraparte.

Vigésimo primera.- El pacto de redistribución de las cantidades satisfechas en concepto de dividendos de las acciones subyacentes al swap, sea el nocional de carácter real o puramente teórico, a la contraparte del contrato de swap, es un pacto lícito y válido al amparo de la autonomía privada de la voluntad que no supone ruptura con el principio de proporcionalidad y el principio de indivisibilidad configuradores de la normativa de las sociedades de capital.

Vigésimo segunda.- El derecho de voto puede cederse, de forma temporal y onerosa, a través de contratos de swap sobre acciones, instrumentando la cesión en alguno de los mecanismos contractuales previstos en la normativa de transparencia de la información de emisores (acuerdo de transferencia temporal, usufructo, compromiso de delegación, etc.). Ello no prejuzga que el negocio de cesión del derecho de voto sea válido, o que su causa sea lícita.

Vigésimo tercera.- La transposición de la Directiva 2013/50/UE de transparencia, parcialmente implementada a nivel de la LMV, obligará a modificar aspectos de calado de la normativa reglamentaria de transparencia bursátil, afectando los procedimientos de notificación de las participaciones significativas indirectas a través de swaps sobre acciones u otros instrumentos financieros derivados sobre acciones. La modificación reglamentaria extenderá el deber de notificación a todos los instrumentos financieros referenciados a acciones de un mismo emisor que alcancen, superen o reduzcan los porcentajes de derechos de voto fijados, incluso aunque el sistema de liquidación previsto en el derivado sea exclusivamente la liquidación diferencial de efectivo. La modificación reglamentaria proyectada complicará el cómputo de las participaciones significativas indirectas a través de derivados financieros, toda vez que a efectos del cálculo de los umbrales de notificación se deberán agregar todas las tenencias, directas o indirectas a través de instrumentos financieros derivados, incluyendo los derechos de voto conexos a participaciones significativas indirectas ostentadas a través de IICs mediante swaps sobre índices bursátiles, siempre que la exposición económica bajo el concreto swap indexado represente, por sí misma, una participación significativa en el emisor.

Vigésimo cuarta.- El crédito resultante de las liquidaciones de efectivo calculadas mediante la aplicación de un tipo de interés sobre el importe nominal del swap sobre acciones o índices bursátiles no tiene la naturaleza de crédito de intereses⁴⁰⁸. Las corrientes jurisprudenciales más recientes han reconocido la autonomía de los swaps en su propia configuración jurídica, descartando cualquier asimilación de tipicidad entre el swap y el préstamo mercantil.

Vigésimo quinta.- La normativa de los acuerdos de compensación contractual financiera que habilita la reducción de riesgo al saldo neto de los créditos y deudas recíprocos en caso de concurso resulta de aplicación al swap, aunque el swap sobre acciones, o el swap sobre índices bursátiles, sea la única operación sobre instrumentos financieros convenida al amparo del acuerdo marco de referencia.

Vigésimo sexta.- La normativa de acuerdos de compensación contractual aplicable a los swaps sobre acciones o índices contiene una clasificación concursal propia, específica y al margen de la Ley Concursal, de aplicación preferente y especial sobre la Ley Concursal, que constituye *ratio decidendi* propia y especial para el reconocimiento concursal de los créditos por contratos de permuta financiera sobre acciones o índices bursátiles confirmados al amparo de un acuerdo de compensación contractual.

Vigésimo séptima.- Dentro del conjunto de medidas tendentes a evitar la liquidación concursal de las entidades financieras, la normativa de recuperación y resolución aplicable a las entidades de crédito y a las empresas de servicios de inversión

⁴⁰⁸ DÍAZ RUIZ, E., RUIZ BACHS, S., “Los pagos en las permutas financieras...” *op. cit.*, pp. 5-10

permite suspender y restringir a la contraparte de un derivado el ejercicio del derecho de resolución anticipada de los contratos de derivados concluidos al amparo de un acuerdo de compensación contractual, con objeto de no frustrar la ejecución de las medidas administrativas de resolución ordenadas. Como quiera que, de forma preceptiva, una de las partes del contrato de permuta financiera sobre índices bursátiles es una entidad financiera de contrapartida, que puede ser del tipo de las anteriormente indicadas, la posibilidad real de concurso de acreedores de la entidad financiera de contrapartida del swap sobre índices bursátiles es remota; en caso de supuesto concursal declarado sujeto a ley española, la normativa especial y común aplicable no impediría el pleno reconocimiento del pacto de compensación contractual entre las partes.

Vigésimo octava.- En consonancia con la categorización realizada del swap sobre acciones como un contrato de prestaciones recíprocas, el crédito por el saldo neto resultante del vencimiento anticipado del acuerdo marco de soporte del swap sobre acciones, devengado con posterioridad a la declaración de concurso de acreedores, debería ser considerado como crédito prededucible, contra la masa y pagadero a su devengo al intermediario financiero, siempre que el intermediario financiero hubiese vencido anticipadamente el acuerdo marco con posterioridad a la fecha de la declaración de concurso, y por causa de incumplimiento distinta del concurso de acreedores.

Vigésimo novena.- En consonancia con la categorización realizada del swap sobre acciones como un contrato de prestaciones recíprocas, el crédito procedente de una liquidación de efectivo calculada mediante la aplicación del tipo de interés acordado sobre el importe nominal del contrato, devengada con posterioridad a la fecha de la declaración de concurso de acreedores, debería ser considerada como crédito

prededucible, contra la masa y pagadero a su devengo al intermediario financiero, siempre que el swap sobre acciones mantuviera su plena vigencia contractual tras la declaración de concurso -sin haber sido resuelto anticipadamente-, y siempre que el intermediario financiero no hubiera renunciado al ejercicio de la acción de resolución anticipada por un incumplimiento anterior o coetáneo al concurso, con el fin de eludir la concursabilidad del crédito.

BIBLIOGRAFÍA

ALEMANY J., “Las personas interpuestas en los mercados de valores”, en *RDBB*, núm. 110, 2008.

ALONSO SOTO, R., “La permuta financiera”, en AA.VV (coords. ALONSO UREBA, A., BONARDELL LENZANO, R., GARCÍA VILLAVARDE, R.), *Nuevas entidades, figuras contractuales y garantías en el mercado financiero*, Madrid, 1990.

ALONSO UREBA, A., RONCERO SÁNCHEZ, A., “Sobre la admisibilidad en Derecho español vigente de las operaciones de captación del derecho de voto de accionistas en sociedades cotizadas: solicitud de representación, derivados financieros y compra de votos”, en *Estudios jurídicos sobre derivados financieros* (ALONSO LEDESMA, C./ALONSO UREBA, A., (dirs), Civitas, Cizur Menor, 2013.

ÁVILA DE LA TORRE, A., “Artículo 156. Persona Interpuesta”, en AA.VV., *Comentario de la Ley de Sociedades de Capital* (coords. ROJO FERNANDEZ, A., BELTRÁN, E., APARICIO, M.L.), Bosch, 2011, pp. 409.

CASES, M, SÁNCHEZ MONJO, M., “Los nuevos paradigmas en el mercado de derivados resultantes del Reglamento (UE) nº 648/2012”, en *RDMV*, núm. 12, 2013, pp. 143 a 168.

CAZORLA GONZÁLEZ-SERRANO, L., “El contrato de swap o permuta financiera”, en *Estudios jurídicos sobre derivados financieros* (ALONSO LEDESMA, C./ALONSO UREBA, A., (dirs), Civitas, Cizur Menor, 2013.

CEA, J.L., *Los contratos de permuta financiera (swaps). Gestión financiera y análisis contable*, ICAC, Madrid, 1990, pp. 9 a 12.

CHANCE, D., “Equity swaps and equity investing”, William Wright Endowed Chair for Financial Services, Lousiana State University, July, 25, 2003.

CONTRERAS, A., *El contrato de futuros financieros*, Madrid, Marcial Pons, 2006.

CUENCA MIRANDA, J.M., “Los derivados de crédito: el contrato de *credit default swap*”, en *RDBB* número 78-2000.

DE CASTRO Y BRAVO, F., *El negocio jurídico*, Civitas, Madrid, 1985, reeditado facsímil 1997.

DE LA CUESTA RUTE, J.M., “El dinero y la representación de las posiciones acreedoras y deudoras en el Derecho mercantil”, en AA.VV., *Tratado de Derecho Mercantil*, Marcial Pons, Madrid, 2006.

DÍAZ RUIZ, E., “*El contrato de swap*”, en *RDBB*, núm. 36, 1989.

- DÍAZ RUIZ, E., “Aspectos jurídicos de los productos financieros derivados” en AA.VV. (dirs. DÍAZ RUIZ/LARRAGA), *Los mercados españoles de productos financieros derivados*, Madrid, Centro de Documentación Bancaria y Bursátil, 1998.
- DÍAZ RUIZ, E., “La contratación en los mercados de futuros y opciones españoles” en AA.VV., *Lecciones de Derecho Bancario y Bursátil*, Colex, Madrid, 2001.
- DÍAZ RUIZ, E., RUIZ BACHS, S., “El depósito bancario estructurado”, en *RDBB*, núm. 89, 2003.
- DÍAZ RUIZ, E., “La caracterización de los derivados tras la entrada en vigor de la MiFID”, en *RDMV*, núm. 2, 2008.
- DÍAZ RUIZ, E., RUIZ BACHS, S., “Los pagos en las permutas financieras sobre tipos de interés (*interest rate swaps* – IRS) no son intereses”, en *Diario La Ley*, 2127/2010, nº 7387, 23 de abril de 2010.
- DÍAZ RUIZ, E., “A propósito de los contratos de permuta de tipos de interés (*Swaps*)”, en *RDBB*, núm. 124, 2011.
- DÍAZ RUIZ, E., RUIZ BACHS, S., “Derivados OTC”, en *Observatorio sobre la reforma de los mercados financieros europeos 2010*, Fundación de Estudios Financieros, Madrid, 2011.

-- DÍAZ RUIZ, E. “Nueva normativa reglamentaria sobre mercados secundarios oficiales de instrumentos derivados”, en *Actualidad Jurídica Uría Menéndez*, núm. 28, 2011.

-- DÍAZ RUIZ, E., “Reflexiones sobre la aplicación de la institución del voto vacío (“empty voting”) en las sociedades de responsabilidad limitada”, en *Documentos de Trabajo del Departamento de Derecho Mercantil de la Universidad Complutense*, DT 2013/82.

-- DÍAZ RUIZ, E., LLUESMA, P., “EMIR, MIFIR y Dodd Frank: Un nuevo marco jurídico para los derivados OTC”, en *Observatorio sobre la reforma de los mercados financieros (2013)*, Fundación de Estudios Financieros, 2013.

-- DIAZ RUIZ, E., “Las opciones financieras OTC”, en *Estudios jurídicos sobre derivados financieros* (ALONSO LEDESMA, C./ALONSO UREBA. A., (dirs), Civitas, Cizur Menor, 2013.

DIEZ-PICAZO, L, *Fundamentos del Derecho civil patrimonial*, Cizur Menor, Civitas, sexta edición, 2008.

DURHAM, S., *Terminating derivative Transactions*, Practising Law Institute, 2011, pp. 3-16.

EALES, B., CHOUDHRY, M., *Derivative Instruments: A Guide to Theory and Practice*, Butterworth-Heinemann, 2003.

EICHER, R. D., “Derivatives: Legal practice and strategies”, Aspen Publishers, Wolters Kluwer, 2011.

ENCISO ALONSO-MUÑUMER, M., “Los *swaps* de tipos de interés y la tutela de los consumidores” en *Estudios jurídicos sobre derivados financieros* (ALONSO LEDESMA, C./ALONSO UREBA. A., (dirs), Civitas, Cizur Menor, 2013.

FERNÁNDEZ-ARMESTO, J., “Los mercados españoles de productos derivados financieros” en AA.VV. (dirs. DÍAZ RUIZ/LARRAGA), “Los mercados españoles de productos financieros derivados”, Madrid, 1998, pp. 13 y ss.

FERNÁNDEZ-RAÑADA, C., “El nuevo régimen de transparencia: la Ley 6/2007 y el Real Decreto 1362/2007”, en *RDMV*, 2008.

FLORES DOÑA, M^a. S., "Autocartera por persona interpuesta", en AA.VV, *Estudios en homenaje a Fernando Sánchez Calero*, Madrid 2002, Mc Graw Hill, Vol. I.

-- FLORES DOÑA, M., “La extensión del régimen de participación importante a los instrumentos financieros derivados”, en *Estudios jurídicos sobre derivados financieros* (ALONSO LEDESMA, C./ALONSO UREBA. A., (dirs), Civitas, Cizur Menor, 2013.

FREIRE, R., “Propuesta de reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo sobre los índices utilizados como referencia en los instrumentos financieros y los contratos financieros”, en *RDS*, núm. 41, pp. 621-624.

GARCÍA DE ENTERRÍA, J. “Oferta pública de adquisición cuando se alcanza el control”, en AA.VV., *La regulación de las OPAS*, Civitas, Madrid, 2009, pp. 164.

GARCIMARTIN, F., Resolución de entidades de crédito, contratos de derivados y garantías financieras: regreso a los principios concursales, en *RDBB* núm. 136, 2014, pp. 105-125.

GETE-ALONSO, M.C., “Comentario al artículo 1.273 del Código Civil”, en AA.VV., *Comentario del Código civil*, Ministerio de Justicia, Volumen I, Madrid, 1991.

GIL, F., MANZANO F., Requerimientos prudenciales y ajustes valorativos por riesgo de contrapartida en derivados OTC: Situación actual y perspectivas., Banco de España, revista de Estabilidad Financiera núm. 24.

GÓMEZ JORDANA. I., “Contratos mercantiles atípicos floors, caps y collars (Gestión y cobertura de los tipos de interés)”, en *RDBB* núm. 45, 1992, pp. 188-190.

-- GÓMEZ JORDANA. I., “Los contratos de Productos Financieros Derivados: Caps, Floors, Collars”, en en *Estudios jurídicos sobre derivados financieros* (ALONSO LEDESMA, C./ALONSO UREBA. A., (dirs), Civitas, Cizur Menor, 2013.

HERBERT, T., SULSTON A, “Corporate and regulatory aspects of equity derivatives in key jurisdictions-United Kingdom”, *Equity derivatives*, Global law and Business, Londres, 2009.

HINNERICH, M., “Pricing Equity Swaps in a Economy with Jumps”, Department of Finance, Stockholm, May 4, 2005.

HU, H., BLACK, B. “Debt, equity and Hybrid Decoupling: Governance and Systemic risk implications”, en *European Financial Management*, Vol. 14, No. 4, 2008.

IBÁÑEZ JIMENEZ, J., *Stock options, regulación, economía, política retributiva y debate social*, Dykinson, Madrid, 2000.

-- IBAÑEZ J., “Los objetos del tráfico desarrollado en el mercado de valores”, en AA.VV. (coords. JIMENEZ SANCHEZ/DÍAZ MORENO), *La contratación en el mercado de valores*, Madrid, Marcial Pons, 2013.

-- IBAÑEZ. J., *El contrato de instrumentos derivados*, Cizur Menor, Civitas, 2013.

IGLESIAS, J.L., MASSAGUER, J., “Los efectos del concurso en relación con los acuerdos de compensación contractual”, en *Anuario de derecho concursal*, 2006.

KNOP, R., *Manual de instrumentos derivados*, Empresa Global, Madrid, 2005.

KRISHNAN C. N. V., PARTNOY, F., RANDALL, T., “Top Hedge Funds: The Importance of Reputation in Shareholder Activism”, Vanderbilt University - Law School; European Corporate Governance Institute (ECGI) August 2, 2015.

-- LORRIO, A., “Los contratos de clearing de derivados OTC”, en *Estudios jurídicos sobre derivados financieros* (ALONSO LEDESMA, C./ALONSO UREBA. A., (dirs), Civitas, Cizur Menor, 2013.

LORRIO, A., “El impacto de las modificaciones de la Directiva de Transparencia en el empleo de los equity swaps como mecanismo de financiación para la compra de paquetes accionariales” en *Actualidad Jurídica Aranzadi*, núm. 887/2014.

LASARTE, C., *Curso de Derecho Civil Patrimonial*, Tecnos, Decimosexta edición, 2010.

LOSADA, R. *Activismo e ingeniería financiera: implicaciones para el gobierno de las empresas y sus accionistas*, monografías CNMV número 25, 2007.

MADRID PARRA, A., *Contratos y mercados de futuros y opciones*, Madrid, Tecnos, 1994.

MANZANARES SECADES, A., “Las cláusulas de vencimiento anticipado en los contratos de financiación en el ámbito de banca corporativa”, en AA.VV (coord. CABANILLAS, A.), *Estudios jurídicos en homenaje al profesor Luis Díez-Picazo*, Civitas, 2012.

MARTÍN MARÍN, J.L., y DE LA TORRE GALLEGOS, A., “Permutas financieras de índices bursátiles: *equity swaps*” en *Actualidad Financiera*, número 12 – marzo 1994.

MATEU DE ROS, *La tenencia indirecta de acciones y el derecho de voto en las sociedades cotizadas tras la ley 25/2011, de 1 de agosto, de reforma parcial de la ley de sociedades de capital*, Centro de Buen Gobierno Corporativo, 2011, <http://centrogobiernocorporativo.ie.edu/wp-content/uploads/sites/87/2013/11/Inv-Pub-CGC-2011RMROctubre.pdf>)

MÍNGUEZ HERNÁNDEZ, F., BERGLI FERNANDEZ, P., “Desarrollo del régimen de recursos propios de las entidades financieras y su aplicación a las empresas de servicios de inversión por el Real Decreto 216/2008, de 15 de febrero”, en *RDMV*, núm. 3, 2008.

MUÑOZ PÉREZ, A.F., “El mercado de derivados OTC: iniciativas de reforma”, en *RDMV* núm. 8, 2011.

-- MUÑOZ PÉREZ, A.F., “El contrato marco de operaciones financieras”, en *Estudios jurídicos sobre derivados financieros* (ALONSO LEDESMA, C./ALONSO UREBA, A., (dirs), Civitas, Cizur Menor, 2013.

-- MUÑOZ PÉREZ, A.F., “Los derivados financieros equity y el gobierno corporativo de las sociedades”, Madrid, Marcial Pons, 2013.

OLIVENCIA, M., “Calificación concursal del crédito resultante de liquidación por vencimiento anticipado de un acuerdo de compensación contractual (ACC), con

especial consideración del que incluya "swaps" de intereses”, en *RDBB* núm. 120, 2010.

PALÁ LAGUNA, R.: “La extensión de deber de comunicación de participaciones significativas en sociedades cotizadas a los casos de disociación entre el derecho de voto y la titularidad de la acción y el ejercicio abusivo del empty voting”, en *RDS* núm. 43, 2014.

PARKER, E., “Overview and introduction to equity derivatives”, *Equity Derivatives*, Global law and Business, Londres, 2009.

RAMIREZ, J., *Handbook of corporate equity derivatives and equity capital markets*, Wiley Finance, 2011.

RAMS ALBESA, J., “Comentario al artículo 1.131 del Código Civil”, en AA.VV., *Comentario del Código civil*, Ministerio de Justicia, Volumen I, Madrid, 1991.

RECALDE CASTELLS, A. “Acotación del Derecho de los mercados de “valores” y de “instrumentos financieros”, en tiempos de cambio (supervisión, transparencia y nuevos productos financieros)”, en *RDBB*, núm. 118.

REDONET SÁNCHEZ DEL CAMPO, J., “Las reformas del mercado de valores”, en AA.VV. (dirs. AGÚNDEZ, M.A., MARTÍNEZ-SIMANCAS, J.), *Cuadernos de Derecho para ingenieros. Las reformas en el mercado financiero y del mercado de valores*, Las Rozas (Madrid), La Ley, 2013.

ROSELL, C., *Aspectos jurídicos del contrato internacional de swap*, Barcelona, Bosch, 1999.

RUIZ PERIS, J.I., “Las operaciones a plazo y su financiación”, en AA.VV. (coords. JIMENEZ SANCHEZ/DÍAZ MORENO), *La contratación en el mercado de valores*, Madrid, Marcial Pons, 2013.

SANCHEZ ANDRÉS, A., “Valores negociables, instrumentos financieros y otros esquemas contractuales de inversión”, en *RDBB* núm. 99, 2005.

SÁNCHEZ CALERO, F., *Ofertas públicas de adquisición*, Cizur Menor, Civitas, 2009.

-- SÁNCHEZ CALERO, F., *Principios de Derecho Mercantil*, (revisada por SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J.), Tomo II, 20ª edición, Aranzadi, Madrid, 2015.

SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J. “El papel de los derivados financieros y su (des)regulación bancaria”, en *Estudios Jurídicos sobre Derivados Financieros*, (ALONSO LEDESMA, C./ALONSO UREBA. A., (dirs), Civitas, Cizur Menor, 2013.

-- SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., “Notificación de participaciones significativas: Reglamento Delegado” en *RDBB* núm. 138, 2015.

SÁNCHEZ GALÁN, J.R., “Alternativas de inversiones en Bolsa: los *swaps* sobre índices bursátiles”, en *Estrategia Financiera*, núm. 247, 2008.

SANJUÁN, E., “Ingeniería financiera y derecho concursal”, en *RDCP*, núm. 6, 2007.

SANZ CABALLERO, J.I., *Derivados Financieros*, Madrid, Marcial Pons, 2000.

SPAMANN, H., “Derivatives trading and negative voting”, Harvard, John Olin Centre for law, Economics and Business, Discussion Paper No. 730, 09/2012.

TAPIA HERMIDA, A., *Derecho del Mercado de Valores*, segunda edición, Cálamo, Madrid, 2003, pp. 47 a 49.

-- TAPIA HERMIDA, A. “La transparencia de las sociedades cotizadas”, en *RDBB* núm. 110, 2007.

-- TAPIA HERMIDA, A., “Publicación por la CNMV de una Guía sobre Catalogación de los Instrumentos Financieros como Complejos o No Complejos”, en *RDBB* núm. 120, 2010.

-- TAPIA HERMIDA, A. “La nueva arquitectura del Derecho comunitario del mercado de valores: comentario urgente a los Reglamentos y Directivas sobre el mercado de instrumentos financieros y el abuso de mercado, en *RDMV*, núm. 14, 2014.

-- TAPIA, A.J., “Las líneas básicas de la nueva regulación de las crisis bancarias: la Ley 11/2015”, *La Ley Mercantil*, núm. 16, 1 de julio de 2015.

URÍA, F., “El régimen concursal aplicable a los acuerdos de compensación contractual. Estado de la cuestión”, en *RDCP*, núm. 12, 2010.

URÍA, F., “Efectos del Concurso sobre los contratos bancarios”, en *Papeles de la Fundación de Estudios Financieros*, núm. 33, 2009.

VEGA VEGA, J.A., *El contrato de permuta financiera (Swap)*, Cizur Menor, Aranzadi, 2002.

-- VEGA VEGA, J.A., “La regulación de la permuta comercial (barter) en el anteproyecto de ley del Código mercantil”, en AAVV [(dirs. MORILLAS M.J./PERALES, P./PORFIRIO, L.J.), *Estudios sobre el futuro Código Mercantil. Libro homenaje al profesor Rafael Illescas*, Madrid (2015) [en línea] <http://e-archivo.uc3m.es/handle/10016/20994?locale-attribute=en>].

WADDELL, C., NGUYEN, K., EPSTEIN, E., SICILIANO, F., GRUNDFEST, J., “Identifying the Legal Contours of the Separation of Economic Rights and Voting Rights in Publicly Held Corporations” (October 19, 2010). Rock Center for Corporate Governance, Stanford University Working Paper No. 90.

ZAMORANO ROLDAN, S. *El contrato de swap como instrumento financiero derivado*, Zaragoza, Real Colegio de España de Bolonia, 2003.

ZUNZUNEGUI, F., “Negociación de swaps por cuenta propia”, en AA.VV., *Derecho bancario y bursátil*, Madrid, Colex, 2012.

BIBLIOGRAFÍA

-- ZUNZUNEGUI, F., *Derecho del Mercado Financiero*, Madrid, Marcial Pons, 2005.

YERMACK, D., "Shareholder Voting and Corporate Governance", Diciembre 2009,
Annual Review of Financial Economics 2010.